"أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على معدل العائد للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان(1990-2012)"

"The Impact of Some Macroeconomic Variables on the Rate of Return for Industrial Companies listed in Amman Stock Exchange (1990-2012)"

إعداد الطالب

حسام موسى سامح ربابعه

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في تخصص العلوم المالية والمصرفية من جامعة اليرموك، إربد – الأردن.

وافق عليها

الدكتور زياد محمد زريقات..................مشرفاً رئيسيا

الدكتور محمد عبدالرحمن غرايبة..................مشرفاً مشاركاً

الدكتورة ديما وليد الريضي..........................عضواً

الدكتور عبدالباسط عثامنة..........................عضواً

نوقشت هذه الرسالة وأجيزت بتاريخ 2014/6/28

الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

(قل إعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون)

صدق الله العظيم

إلهي لايطيب الليل إلا بشكرك ولايطيب النهار إلا بطاعتك .. ولاتطيب اللحظات إلا بذكرك .. ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك .. ولا تطيب الجنة إلا برؤيتك

الله جل جلاله

إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة .. ونصح الأمة .. إلى نبي الرحمة ونور العالمين..

سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم

إلى من كلله الله بالهيبة والوقار .. إلى من علمني العطاء بدون انتظار .. إلى من أحمل اسمه بكل افتخار .. أرجو من الله أن يمد في عمرك لترى ثماراً قد حان قطافها بعد طول انتظار، وستبقى كلماتك نجوما أهتدي بها اليوم وفي الغد وإلى الأبد..

والدي العزيز

إلى ملاكي في الحياة ..إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان والتفاني، ..
إلى بسمة الحياة وسر الوجود إلى من كان دعاؤها سر نجاحيوحنانها بلسم جراحي إلى أغلى الحبايب أمي الحبيبة

شكـــر وتقديـــر

الحمد لله رب العالمين، أحمده حمداً كثيراً طيباً مباركاً على ما أنعم وتفضل، واصلي واسلم على رسول الهدى، وإمام التقى، وعلى من تبعه بإحسان إلى يوم الدين، وأما بعد :

يسعدني أن أتقدم بخالص الشكر والعرفان إلى الدكتور زياد زريقات، والدكتور محمد الغرايبة، اللذين أشرفا على هذه الرسالة إشرافا علمياً متميزاً، ابتداء باختيار الموضوع وانتهاء بتحقق هذه الرسالة بصورتها المكتملة. فقد كان لتوجيهاتهما الأثر البالغ في الوصول بهذا العمل إلى صورته العلمية النهائية. كما يسعدني أن أتقدم بالشكر الجزيل للدكتور عبد الباسط عثامنة، والدكتوره ديما وليد الربضي، لتفضلهما بقبول مناقشة هذه الرسالة وتقديم التوجيهات الضرورية للوصول بها إلى المستوى المنشود.

فهرس المحتويات

الموضوع	الصفحة
الإهداء	أ
شكر وتقدير	ب
فهرس المحتويات	ج
قائمة الجداول	هـ
قائمة الأشكال	هـ
قائمة الملاحق	هـ
ملخص الدراسة باللغة العربية	و
ملخص الدراسة باللغة الإنجليزية	ز

ملخص الدراسة

أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على معدل العائد للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان(1990-2012)

إعداد الطالب

حسام موسى سامح ربابعة

إشراف

د. زياد زريقات

د. محمد غرايبة

الملخص

تهدف الدراسة الى اختبار أثر بعض المتغيرات الاقتصادية على معدل العائد للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة (1990-2012)، تكونت عينة الدراسة من 20 شركة صناعية . ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام نموذج متجه الانحدار(VAR) لستة متغيرات اقتصادية (معدل العائد للشركات الصناعية، وعرض النقد بمفهومه الضيق، وتضخم ومعدل نمو في دخل الفرد، وسعر إعادة الخصم، وعوائد أسهم الشركات الصناعية بالفترة السابقة). وعند تطبيق اختبار ديكي فولر، تبين أن معدل العائد والتضخم وعوائد الأسهم بالفترة السابقة مستقرة بمستواها، بينما سعر إعادة الخصم ومعدل نمو في دخل الفرد مسقرة عند الفرق الأول، أما عرض النقد بمفهومه الضيق فقد استقر عند الفرق الثاني، كما تم تطبيق اختبار جرينجر للسببية، وتحليل مكونات التباين، ودالة الاستجابة لردة الفعل. وقد وجدت الدراسة أن كل من سعر إعادة الخصم وعوائد الشركات الصناعية بالفترة السابقة تؤثر إيجابيا على معدل العائد للشركات الصناعية، بينما لم يكن هناك أثر لكل من التضخم، ومعدل نمو في دخل الفرد، وعرض النقد بمفهومه الضيق.

الكلمات المفتاحية: الشركات الصناعية، المتغيرات الاقتصادية الكلية، بورصة عمان.

Abstract

The Impact of Some Macroeconomic Variables on the Rate of Return for Industrial Companies listed in Amman Stock Exchange (1990-2012)

Prepared by

Hussam Mousa Rababah

Supervision

Dr. Zeyad Zurigat

Dr. Mohammad Gharaibeh

The current study aims to investigate the impact of some macroeconomic variables on the rate of return for the industrial companies listed in Amman Stock Exchange during the period (1990-2012), the sample consists of 20 industrial companies. For this aim Vector Auto Regression (VAR) was used for six variables (rate of return for industrial, inflation, money supply1, lag of stock return for industrial companies, rediscount rate, the growth in per capita income). Dickey-Fuller Test has been applied to test the stability of the variables, the results showed that the rate of return, lag of stock return, and inflation are stable at its level, as for the growth in per capita income and rediscount rate it were stable at the first difference, where the money supply1 was stable at the second difference. Finally, three tests were used Granger Causality Test, Variance Decomposition and Impulse Response Function. The study found that each of the rediscount rate and lag of stock return for industrial companies affect positively on the rate of return for industrial companies, while there was no effect of each of inflation, and the growth per capita income, and the money supply.

Key words: industrial companies, macroeconomic variables and Amman stock exchange.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

(1.1) المقدمة

يعتبر الأردن من الدول النامية الذي يتسم بصغر حجم الاقتصاد وشح موارده الطبيعية واعتماده بشكل كبير على المساعدات والهبات وحوالات العاملين من الخارج، حيث أدت التغيرات الاقتصادية والسياسية التي شهدها الاقتصاد الاردني منذ احتلال فلسطين إلى إحداث تغيرات جذرية في الواقع الاقتصادي للمجتمع الأردني، إذ لم تكن قادرة على استيعاب الآثار السلبية لتلك الأحداث، مما ساهم في تفاقم تلك الآثار، ولاتزال تداعيات الأوضاع الاقتصادية والسياسية غير مستقرة إقليميا وعالميا تلقي بظلالها على الأداء الاقتصادي لمؤسسات الدولة، وعلى مستوى الرفاه الاقتصادي، ففي أعقاب الأزمة المالية العالمية عام 2008 توالت الأزمات الاقتصادية والسياسية في المنطقة والتي أطلق عليها الربيع العربي، والتي كان من ابرزها تعمق الاضطراب السياسي في سوريا خلال عام 2012 وما نجم عنه من تدفق لمئات الآلاف من اللاجئين السوريين إلى المملكة، مما شكل ضغطا كبيرا على الاقتصاد الأردني وموارده المحدودة، ولكون الأسواق المالية في الوقت الحاضر من المتطلبات الضرورية لتحقيق التطور الاقتصادي؛ فالاسواق تؤدي دورا مهما ووظيفة إقتصادية رئيسة، إذ تعمل على توفير المصادر المالية اللازمة للتنمية الاقتصادية، وتبرز أهمية السوق المالي في خدمة الاقتصاد الوطني بصورة أساسية في البلدان التي يتقلص فيها تدريجيا دور القطاع العام وإعطاء دور هام للقطاع الخاص ،الذي ربما لن يكتب له النجاح في غياب السوق المالي، فمشاركة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي يتطلب تكوين شركات جديدة تحتاج الى رأس مال أو زيادة رأس مال بعض الشركات القائمة، إلى جانب ذلك فإن الأسواق المالية تساعد في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال

تمويل فرص استثمارية تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج، ومن ثم رفع مستويات التشغيل أو التوظيف، ومن ثم تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي، وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية إلى إنشاء سوق عمان المالي، وقام البنك المركزي بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي بإعداد دراسات حول إنشاء السوق المالي، وعليه فقد تم تأسيس سوق عمان المالي كمؤسسة عامة لها شخصية اعتبارية واستقلالها المالي والاداري وفقا للقانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، وباشر السوق أعماله مع بداية عام 1978.

تشير بعض الدراسات أن عوائد الأسهم عرضة للتغير ويتساءل الكثيرون عن أسباب هذه التغيرات، فتشير بعض الدراسات التي أجريت على دول مختلفة كدراسة Wongswan(2006) ودراسة Bingswanger (2000) أن أسباب التذبذب ناتجة عن المتغيرات الاقتصادية ،حيث إن الاقتصاد في تلك الدول يؤثر على أسواقها المالية.

هدفت الدراسة لتحليل وقياس أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على معدل العائد للشركات الصناعية في بورصة عمان.

(1.2) أهمية الدراسة :

تأتي أهمية الدراسة لتناولها موضوعا مهما في الاقتصاد الأردني، خصوصا في ظل التطورات الاقتصادية والسياسية التي شهدها العالم بشكل عام، والاقتصاد الأردني بشكل خاص، علاوة على مايشهده من تزايد في معدلات البطالة والتضخم وتدني معدل النمو في دخل الفرد.

كما تبرز أهمية الدراسة في بيان أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على معدل العائد للشركات الصناعية في بورصة عمان، والدور الذي تلعبه بورصة عمان بالنسبة للاقتصاد الأردني، وخاصة في مجال التنمية وتجميع المدخرات وجذب الاستثمارات وتوجيه هذه المدخرات

لخدمة الاقتصاد الاردني، كونه يعتبر رافدا اقتصاديا ،إذ إنه أحد مصادر التمويل اللازمة للتنمية الاقتصادية.

وبسب ندرة الدراسات السابقة التي تناولت أثر المتغيرات الاقتصادية على معدل العائد في سوق عمان المالي في المكتبة الاردنية، وذلك بحدود علم الباحث، فإن أهمية الدراسة تكمن من خلال إلقاء الضوء على أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على معدل العائد للشركات الصناعية في سوق عمان المالي خلال فترة (1990– 2012).

(3.1) مشكلة الدراسة :

يعد الأردن من الدول النامية التي تعاني الكثير من المشاكل الاقتصادية كمحدودية الموارد، وارتفاع معدلات التضخم والبطالة، مما أدى الى تراجع معدلات النمو الاقتصادي ومما أثر سلبا على مستوى الرفاه الاقتصادي والاجتماعي للمجتمع الأردني، ولكن المستجدات التي شهدها الاقتصاد الأردني منذ تسلم الملك عبدالله الثاني سلطاته الدستورية ملكا في عام 1999، ماثلة في السعي إلى خطة إصلاح تهدف الى تحرير السوق والاستقرار السياسي، حيث أقامت الحكومة مناطق اقتصادية جديدية لجذب الصناعات وتوفير الخدمات في المناطق الأقل تطورا في البلاد والتي تزداد فيها مشاكل الفقر والبطالة، فالأزمة المالية العالمية وتداعياتها والربيع العربي وتداعياته قد أثرا سلبا على الاقتصاد الأردني مما أدى تراجع معدلات النمو الاقتصادي في الأردن.

أصبحت بورصة عمان تلعب دورا بارزا وأساسيا في الاقتصاد الأردني باعتباره أداة لتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات وتوفير السيولة اللازمة وجلب الاستثمارات الأجنبية،

وبالتالي سينعكس هذا على عوائد الشركات الصناعية في بورصة عمان، ومن هنا سيتم صياغة مشكلة الدراسة من خلال السؤال التالي:

" ما أثر بعض المتغيرات الاقتصادية على معدل العائد للشركات الصناعية في سوق عمان المالي؟"

(4.1) هدف الدراسة :

تهدف الدراسة الى اختبار أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية (معدل التضخم، وسعر إعادة الخصم، وعوائد الاسهم الشركات الصناعية بالفترة السابقة، وعرض النقد بمفهومه الضيق، ومعدل نمو في دخل الفرد) على معدل العائد للشركات الصناعية في بورصة عمان خلال فترة الدراسة (1990- 2012).

(1.5) فرضيات الدراسة :

- هناك أثر إيجابي لمعدل التضخم على معدل العائد للشركات الصناعية في بورصة عمان للأوراق المالية.
- هناك اثر إيجابي لعرض النقد بمفهومه الضيق على معدل العائد للشركات الصناعية في بورصة عمان للأوراق المالية.
- هناك أثر إيجابي لسعر إعادة الخصم على معدل العائد للشركات الصناعية في بورصة عمان للأوراق المالية.
- هناك اثر إيجابي لعوائد أسهم الشركات الصناعية في الفترة السابقة على معدل العائد للشركات الصناعية في بورصة عمان للأوراق المالية.

- هناك أثر إيجابي لمعدل نمو في دخل الفرد على معدل العائد للشركات الصناعية في بورصة عمان للأوراق المالية.

(1.6) مجتمع الدراسة وعينتها:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة أسهمها في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة الممتدة من عام 1990 ولغاية عام 2012، وقد بلغ عدد هذه الشركات (75) شركة صناعية.

أما عينة الدراسة فقد تم اختيارها من خلال دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية، ومن التقارير السنوية، والتي تصدرهما بورصة عمان للأوراق المالية، حيث بلغ عدد الشركات (20) شركة التي توافرت عنها المعلومات والشروط اللازمة، من توفر البيانات وقوائم المالية للشركات الصناعية، ووجود أسعار إغلاق سنوية ،ولم تتعرض أي من الشركات للدمج خلال فترة الدراسة للفترة الممتدة من 1990 إلى 2012، حيث شكلت العينة نسبة (26.6%)، أما الشركات المستثناه من الدراسة (55) شركة لعدم توفر البيانات اللازمة عنها، وبسبب تأسيسها بعد عام 1990.

(1.7) منهجية الدراسة

تستخدم الدراسة البيانات السنوية للفترة الممتدة من 1990 الى 2012 لكل من المتغيرات المستقلة التالية : معدل التضخم، وعرض النقد بمفهومه الضيق، ومعدل نمو في دخل الفرد، وسعر إعادة الخصم، ومقدار عوائد أسهم الشركات الصناعية بالفترة السابقة، حيث إن المتغير التابع متمثل بمعدل العائد للشركات الصناعي، ووصولا إلى هدف الدراسة فقد تم اعتماد أسلوبين من البحث العلمي وهما :

- الأسلوب النظري والوصفي : وهو الأسلوب الذي يستند إلى تحليل وتوظيف الإطار النظري كمقدمة لتحليل لنتائج الدراسة.

-أسلوب تحليل القياسي : يعتمد هذا الأسلوب على تقدير نموذج قياسي ضمن نموذج الانحدار الذاتي المتجه (Vector Auto Regression)، لدراسة أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على معدل العائد لأسهم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية باستخدام برنامج E-views.

(1.8)هيكل الدراســة:

تتكون هذه الدراسة من أربعة فصول على النحو التالي:

الفصل الول: ويشمل الإطار العام للدراسة.

الفصل الثاني: الإطار النظري ويشمل نبذه عن سوق عمان المالي والشركات الصناعية، كما يستعرض الدراسات السابقة التي حاولت اختبار اثر بعض المتغيرات الاقتصادية على معدل العائد.

الفصل الثالث: يوضح المنهجية والإجراءات القياسية، ونتائج التحليل الإحصائي.

الفصل الرابع: الخلاصة و الاستنتاجات.

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

(1.2)المقدمة

تلعب الأسواق المالية دورا هاما وفعالا في دعم التقدم والنمو الاقتصادي لأية دولة، فهي مساهم أساسي في تجميع المدخرات ورؤوس الأموال وتوجيهها نحو الاستثمار في الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية، وبالتالي تحقيق الاستدامة للنمو الاقتصادي، إذ إن الغاية من الأسواق المالية تتمثل في توزيع المدخرات المتاحة بكفاءه عالية على الاستخدامات الملائمة، كون أن الاسواق تعبر عن الأداء والنشاط الاقتصادي (الشواوره،2008).

يعد أداء السوق المالي مؤشرا على الوضع الاقتصادي للدولة،والذي يمكننا من الاستدلال على أداء الشركات وأسعار أسهمهامن خلال مؤشرات الأداء، كونها تؤثر على القرارت الاستثماريه وتتأثر بعوامل داخلية وخارجية تؤثر على أداء السوق المالي،ما يستدعي دراستها كالظروف المحيطة بالشركة من خلال التحليل الأساسي Fundamental Analysis،الذي يقوم على تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية والأرباح المحتملة للشركة (Bhalla, 1997)، بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية الشركة وكذلك التعرف على مخاطر السوق، وكل هذه المعلومات تعتبر الأساس في تحديد السعر(حماد،2006). ومن ثم يأتي التحليل الأساسي ، حيث يعتبر الاقتصاد واتجاهاته من أهم العوامل المؤثرة في الأسواق المالية، فإذا كانت توقعات النمو الاقتصادي إيجابية كان المناخ الاستثماري أكثر ملاءمة(جابر،1989).

وعليه سيتناول هذا الفصل في جزئه الأول الأسواق المالية، ويتضمن الظروف المؤثرة في السوق المالي وعوامل نجاحها،أما الجزء الثاني فسيتناول المتغيرات الاقتصادية الكلية محل

الدراسة،أما الجزء الاخير فسيكون عرضا للسوق المالي من حيث النشاه والأهداف، وتطور عوائد الشركات الصناعية خلال فترة الدراسة الممتدة من 1990 إلى 2012.

(2.2) الظروف المؤثرة على الاسواق المالية

يتحدد السعر الذي يباع فيه السهم في السوق بمتغيرين أساسيين : التدفقات النقدية المتوقعة (Expected Cash Flows)، ومعدل العائد المطلوب (Required Rate Of Return)،يتحدد المتغيران على ضوء الظروف السائدة داخل الشركة، أو القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، أو الحالة الاقتصادية العامة السائدة في الدولة، والتي تتأثر بالظروف الدولية (Jones, 1996)، وفي مايلي سيتم عرض أهم الظروف المؤثرة على الأسواق المالية:

أ- الظروف العالمية :

يقصد بالظروف العالمية المعلومات المتاحة عن الحروب أو التوترات المحتملة في منطقة معينة،أو التغيرات السياسية أو الاجتماعية أو الاقتصادية في دولة ما،حيث تترك هذه الاحداث والتغيرات أثارا على اقتصاد دولة أخرى، ويكون لها أثر واضح على حركة الأسواق المالية(الهندي،1999).

من الظروف العالمية التي أثرت على الأردن حرب الخليج عام1991، والذي أدى إلى تراجع الاقتصاد الأردني، والحرب على العراق عام 2003، التي أثرت على الاحتياجات النفطية للأردن، مما انعكس سلبا على الاقتصاد الأردني بارتفاع أسعار المحروقات والسلع والخدمات،كما أثرت الأزمة المالية العالمية عام 2008 بشكل سلبي على سوق عمان المالي،وكذلك نتج عن الربيع العربي عام 2012 عدم استقرار في المنطقة مما اثر على

الأسواق المالية نتيجة تخوف المتعاملين، مما أدى إلى انخفاض المؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية.

ب- الحالة الاقتصادية :

تعكس الأسواق المالية الواقع الاقتصادي للدول، فهي جزء مهم في اقتصاد أي بلد، فإذا كان أداء الاقتصاد ضعيفا يكون أداء معظم الشركات ضعيفا، وإذا كان الاقتصاد نشطا فإن معظم الشركات تكون نشطه أيضا(Jones, 1996)، ونظرا لأن السوق المالي جزء من اقتصاد البلد فعلى المستثمر النظر إلى المتغيرات الاقتصادية مثل : عرض النقد، و التضخم، والبطالة، والدخل القومي.......وغيرها، بسبب تأثير تلك المتغيرات على أرباح الشركات (Donald and Ronald, 1999).

ج- حالة القطاع:

تؤثر الظروف الاقتصادية في البلد على كل القطاعات الاقتصادية، إلا أن عمق التأثير يختلف من قطاع إلى قطاع، بل ويمكن القول إن القطاعات تتفاوت فيما بينها من حيث تأثيرها بالأحداث الاقتصادية بصفة عامة (هندي،1999). وهذا التفاوت ناتج عن التحديات الرئيسية التي تواجه الشركات والقطاعات المختلفة المتمثلة في المنافسة المتزايدة والتغيير السريع، الذي يصاحبه تزايد في متطلبات السوق (عبدالنبي،2009).

ومن المتغيرات الخاصة بالقطاع ويجب على المستثمر أن ياخذها بعين الاعتبار هي:هيكل القطاع وتركيبه، والتنظيم الحكومي، ونوعية الإنتاج، والقدرة التنافسية، ومحددات التكلفة في) هذا القطاع، وغير ذلك من المتغيرا(Geoffrey 1993).

د- ظروف الشركة:

تؤثر الظروف الاقتصادية على القطاعات بنسب متغيرة، إلا أن تأثيرها على الشركات في الصناعة الواحدة يتغير من شركة إلى أخرى، ومن مجالات التباين:المستوى التكنولوجي للعمليات، والمركز التنافسي، وهيكل التمويل.

ويعتمد التحليل الجيد لظروف الشركة بدرجة كبيرة على مدى توفر المعلومات، واتباعها سياسة واضحة من خلال تحليلها وتفسيرها لمصادر المعلومات المالية المتاحة لإظهار كافة الحقائق(عبدالنبي،2009).

(3.2) عوامل نجاح الأسواق المالية:

يعتمد نجاح الأسواق المالية على عوامل عدة تختلف بحسب طبيعة سوق كل دولة، ومن هذه العوامل(معروف،2003):

ا- ترتبط أهمية الأسواق المالية بتعاظم دور الشركات المساهمة التي تتمتع بمرونة عالية تجاه الأسعار والتغيرات التي تحدث في الاقتصاد على المستوى المحلي والدولي.

ب- مجال تطور مستويات ونشاطات وتنظيمات أجهزة المعلومات والاتصالات، ومراعاة مبدأ الإفصاح عن المعلومات المحاسبية، التي تعكس القوائم الفعلية للشركات،حيث ازداد دور الأسواق في توسيع نطاق المبادلات لرفع مستوى الشفافية.

ج- إن وجود المؤسسات المالية والاجهزة الائتمانية من مؤسسات مصرفية ومكاتب وساطة عالية الكفاءة تكون قادرة على تعبئة الاستثمارات التي تزيد من أهمية السوق.

د-تنوع أدوات الاستثمار في السوق مما يتيح فرص استثمارية متنوعة للمتعاملين تسهم على توسع نشاط السوق.

هـ- توافر السيولة لتمويل عمليات الشراء والبيع للموجودات عند اسعار معلومة، بالإضافة إلى تقليل تكاليف المعاملات.

(4.2)المتغيرات الاقتصادية الكلية

(1.4.2) معدل التضخم

تعتبر المعلومات عن الارتفاع غير المتوقع في معدل التضخم من المؤثرات الرئيسية التي تؤثر عكسيا على اسعار الأسهم، حيث إن الارتفاع المستمر في معدل التضخم من شأنه أن يؤدي ألى ارتفاع معدل العائد المطلوب، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للاسهم، (Hachicha and Chaabane 2005). ويرى البعض أن العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم علاقة طردية حيث ترتفع عوائد الأسهم نسبيا عندما يكون التضخم مرتفعا، وتنخفض

عوائد الاسهم نسبيا عندما يكون التضخم منخفضا، ويعود ذلك إلى أن الأسهم تعتبر حقوقا على الموجودات الحقيقية التي يجب أن تزداد قيمتها مع تضخم الأسعار (بدري والخوري،1997).

فالعلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم إما أن تكون عكسية أو طردية، فإذا كانت عكسية فإن هذا يعني أن الزيادة في معدل التضخم سيؤدي إلى زيادة في كمية الأموال المخصصة لأغراض الإنفاق الاستهلاكي، وبالتالي الانخفاض في حجم الأموال المتبقية لأغراض الاستثمار في الأسهم،مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم وبالتالي انخفاض أسعارها.

أما إذا كانت العلاقة طردية بين التضخم واسعار السهم ، فإن هذا يعني ان الزيادة في معدل التضخم سينتج عنه فقدان النقود لقوتها الشرائية، مما يضطر المستثمرين إلى حماية مدخراتهم ضد هذه المخاطر عن طريق زيادة حجم استثمارتهم في الأسهم حيث ترتفع أسعارها، ويلجأ

المستثمرون إلى هذا الأسلوب، باعتبار أن الأسهم تعطي لحاملها الحق في المطالبة بتملك الأصول الحقيقية للشركات التي تمثلها الأسهم، والتي يتوقع أن ترتفع قيمتها في أوقات ارتفاع معدلات التضخم، أما عن انخفاض معدلات التضخم فإنه ليس من المتوقع أن ترتفع قيمة الاصول الحقيقية لهذه الشركات، وبالتالي يلجأ المستثمرون إلى الابتعاد عن التعامل بالأسهم فتنخفض أسعارها(سلامة،1997).

(2.2.4) سعر إعادة الخصم

هو سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية نظير إعادة خصم ما لديها من أوراق تجارية (محب،2011).

يعمل سعر إعادة الخصم على تأثير في حجم الإئتمان، إذ إنه عند رفع سعر إعادة الخصم يؤدي إلى تقليص عمليات الإئتمان، في حين عندما ينخفض سعر إعادة الخصم يؤدي إلى توسع في عمليات منح الإئتمان.

ففي حال التضخم يرفع البنك المركزي معدل إعادة الخصم ليحد من قدرة البنوك على التوسع في الإئتمان، أما في حالة اتباع البنك المركزي سياسة توسعية، فإنه يقوم بخفض معدل إعادة الخصم،حتى يتسنى للبنوك خصم مالديها من أوراق تجارية، أو الاقتراض منه للتوسع في عملية منح الإئتمان (Guido, 2003).

(3.4.2) عرض النقد

يعد عرض النقد من أهم الأدوات الرئيسية التي تستخدمها الحكومة للتأثير على مستوى النمو الاقتصادي، ومن مقاييس عرض النقد المفهوم الضيق لعرض النقد M1 ،وهويشمل النقد المتداول والودائع تحت الطلب بالدينار، ويتميز بدرجة سيولة عالية،اما بالنسبة للمفهوم الواسع لعرض النقد M2 ،فهو يتكون من M1 إضافة إلى ودائع التوفير والودائع لأجل للبنوك التجارية (داوود،2010).

يعد عرض النقد من المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر على السوق المالي، فالزيادة في عرض النقد من شأنه يترك أثرا إيجابيا على زيادة افنفاق على السلع والخدمات، والاستثمار في الأوراق المالية من قبل الأفراد والشركات، وبالتالي سوف ترتفع اسعارها، والعكس صحيح (Hubbard, 1995)، كما أن زيادة العرض النقدي تؤدي إلى انخفاض اسعار الفائدة،مما يؤدي إلى زيادة الاستثمار سواء في المشروعات القائمة أو الجديدة، ومن ثم زيادة الإنتاج،وبالتالي سينعكس إيجابيا على أداء الشركات،مما يؤدي إلى زيادة أرباحها، ونظرا للتأثير الإيجابي المحتمل لزيادة عرض النقد على أرباح الشركات، فإنه يتوقع ارتفاع أسعار الأسهم في السوق المالي بعد زيادة عرض النقد (French, 1989).

(4.4.2) معدل النمو في دخل الفرد:

يعد من أهم المؤشرات التي تستخدم لقياس النشاط الاقتصادي، ويعرف على أنه الناتج المحلي الاجمالي مقسوما على عدد السكان، ويعرف الناتج المحلي الإجمالي على أنه مجموع قيمة السلع، والخدمات النهائية المنتجة في اقتصاد ما خلال فترة زمنية معينة (Blanchard, 2000)، حيث يعتبر الناتج المحلي من أهم المتغيرات التي تؤثر على السوق المالي. إن الزيادة في الناتج المحلي قد تكون ذات تأثير إيجابي أو سلبي على أسعار الأسهم، فالزيادة غير

المتوقعة في الناتج المحلي، وارتفاع دخل الافراد يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، ممايزيد حركة التعامل في الأسهم، وبالتالي يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، أما إذا أدت الزيادة غير المتوقعة في الناتج المحلي إلى زيادة العرض النقدي، الذي يؤدي إلى زيادة معدلات التضخم، وبالتالي زيادة سعر الفائدة التي بدورها تؤدي إلى زيادة معدل العائد المطلوب على الاستثمار، فإن ذلك يؤثر سلبا على اسعار الأسهم (الرفاعي،1997). إن الانخفاض أو الارتفاع في الناتج المحلي الإجمالي مرتبط بسعر الفائدة: أي أن الانخفاض في سعر الفائدة من شأنه زيادة الطلب على الاستثمار، مما يؤدي إلى الزيادة في النمو الاقتصادي، وهذا يؤدي إلى زيادة الطلب على أدوات السوق المالي، الذي ينعكس بدوره على مؤشرات السوق (الخطيب والشرع، 1994).

5.4.2 عوائد أسهم الشركات الصناعية بالفترة السابقة :

تعد عوائد الأسهم في الفترة السابقة من المتغيرات التي تؤثر بشكل إيجابي على عوائد الأسهم في الفترة الحالية، حيث أكدت دراسة (Osisanwa and Tenda، 2012) ، بوجود علاقة ذات تأثير إيجابي بين عوائد الاسهم في الفترة السابقة، وعوائد الأسهم في الفترة الحالية.

(5.2) سوق عمان المالي

أصبحت الأسواق المالية في الوقت الحاضر من المتطلبات الضرورية لتحقيق التطور الاقتصادي والمالي، فالأسواق المالية تؤدي دورا محوريا ووظيفة اقتصادية رئيسية، إذ تعمل على توفير المصادر المالية اللازمة للتنمية الاقتصادية، حيث تكمن أهمية الأسواق المالية في خدمة الاقتصاد الوطني بصورة أساسية في البلدان التي يتقلص فيها تدريجيا دور القطاع العام وإعطاء دور هام للقطاع الخاص، الذي ربما لن يكتب له النجاح في غياب السوق المالي، فمشاركة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي يتطلب إنشاء شركات جديدة تحتاج إلى رأس المال، أو زيادة رأس مال بعض الشركات القائمة، وذلك يتطلب سوقا ماليا.

والسوق المالي عبارة عن أداة تمكن الوحدات الاقتصادية من أن يتصل بعضها ببعض، ومن ثم الإلمام المعلومات والبيانات المتعلقة بالأموال، ويتم التعامل في السوق ببيع وشراء الأدوات المالية، وتعرف الأدوات المالية بأنها تلك التي تصدر إصدارا جديدا، وتباع لأول مرة أو سبق أن أصدرت وأعيد بيعها مثل الأسهم والسندات.

ونظرا لأهمية الأسواق المالية فقد أوصت خطة التنمية الاقتصادية (1976–1980) بضرورة الإسراع في إنشاء سوق عمان المالي، وبناء عليه تم تأسيس سوق عمان المالي عام 1976، وباشر أعماله في مطلع 1978. بعد ذلك ظل سوق عمان المالي يشهد تحولات كبيرة في صناعة الأوراق المالية ليعاد تسميته عام 1999 ببورصة عمان للاوراق المالية، وبموجب قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 تم إنشاء ثلاث مؤسسات جديدة لتحل محل السوق المالي وهي:

بورصة عمان،وهيئة الأوراق المالية، ومركز إيداع الأوراق المالية. كما يمكن تلخيص أهداف سوق عمان المالي إلى:(الزرري وفرح 2001)

- تنمية وتوجيه المدخرات الوطنية من خلال الاستثمار في الأوراق المالية لخدمة الاقتصاد الوطني.
- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بطريقة تكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته.
- المساهمة في حشد رؤوس الأموال وتوزيعها على بدائل الاستثمار المختلفة الأكثر إنتاجية.
- إتاحة الفرصة أمام المستثمرين للمشاركة في تنمية القطاع الخاص من خلال الأوراق المالية المختلفة.
- المساهمة في رفع مستوى المعيشة بشكل عام وتحقيق التنمية الاقتصادية.
- جمع الاحصائيات والمعلومات اللازمة ونشرها تحقيقا للغايات المذكورة أعلاه.

شرعت الحكومة الأردنية بوضع الانظمة والتعليمات في بورصة عمان التي تتماشى مع المعايير العالمية لتعديل قانون الشركات لسنة 1999 ووضع قانون الشفافية وتعليمات الإدراج الالكتروني وغيرها من الإجراءات، التي تضمن رفع مستوى الثقة في السوق، وذلك من خلال توفير بيئة سليمة وصحية لتداول الأوراق المالية، وترسيخ أسس التداول السليم والعادل، وحماية المتعاملين في سوق رأس المال. كما بدأ العمل بنظام التداول الإلكتروني مطلع 2000 لمواكبة التطورات الحديثة مما ساعد على توفير الشفافية لعمليات التداول في تنفيذ الصفقات (الفيومي،2003).

(6.2) القطاع الصناعي

يحتل قطاع الصناعة دورا هاما في الاقتصاد الوطني لأية دولة، فهو يكاد أن يكون المعيار الرئيس للحكم على مدى تقدم الدولة، والأردن كباقي معظم الدول النامية،لا يزال الاقتصاد

الأردني يعاني من ضعف شديد في هذا القطاع الحيوي، حيث ساهم القطاع الصناعي في تحسن الناتج المحلي الإجمالي، حيث يتمتع الأردن بإمكانات تؤهله لتوسيع دور قطاع الإنتاج الصناعي، مستفيدين من الثروات الغنية التي يمتلكها، وتوفر الأيدي العاملة ، وكذلك الاستفادة من السيولة المحلية الضخمة، التي يتم تجميدها في العقارات والأراضي، بالإضافة إلى حاجة الأسواق المحلية والعربية للسلع التي يمكن إنتاجها من المواد الأولية المحلية، بدلا من تصديرها خامات بأسعار زهيدة،وبذلك يمكن تحقيق تنمية مستدامة تسهم في معالجة قضايا الفقر والبطالة، وتوسيع مصادر إيرادات الدولة، بدلا من الاعتماد على التوسع الضريبي بشكل رئيسي، وخاصة الضرائب غير المباشرة التي تسهم برفع الكلفة الأساسية، الأمر الذي يؤدي إلى تباطؤ النمو الاقتصادي.

(1.6.2) نشأة قطاع الصناعة

إن نشأة قطاع الصناعة ومشاركته في الاقتصاد الأردني ليست حديثة، وهي تمتد في جذورها إلى الأيام الأولى لتأسيس الإمارة ثم المملكة في أيار سنة 1954، وقد تم في سنة 1938تكوين أول شركة توليد وتوزيع الكهرباء،وجرى في أواخر الأربعينيات إنشاء شركة التبغ والسجائر الأردنية، وشهدت فترة الخمسينيات انطلاقة قياسية للصناعة، ومنها تأسيس شركة مصانع الإسمنت وشركة مصفاة البترول، وتطوير وتوسيع مناجم الفوسفات التي بدأت أعمالها الأولية قبل ذلك، كما أعلن عن إنشاء شركة البوتاس ثم صناعة الألبسة والأثاث والدباغة والأحذية، إلى جانب مئات المشاغل والخدمات المساندة للصناعة، وكان لانتقال وهجرة العديد من الفعاليات الاقتصادية والصناعية الفلسطينية الى الأردن بعد نكبة فلسطين سنة 1948 تأثير ملموس في تطور الصناعي (البدري1995)

وقد استمر نمو الصناعة في سنوات العقود الأخرى التالية، وإن كان بوتيرة أقل حيث نمت بمعدلات جيدة في الفترة بين 1991 – 1995 ،فيما تجمدت أو نمت بمعدلات متدنية في السنوات اللاحقة وحتى الآن، إلى جانب النمو الذي حققه في النصف الأول من الثمانينات أثناء الحرب العراقية الإيرانية، حيث كان انفتاح السوق العراقي وخدمات الترانزيت والنقل أليه عاملا محفزا للنشاط الصناعي الأردني كما في قطاعاته الاقتصادية الأخرى(النمري2002).

(2.6.2) أنواع الصناعات في قطاع الصناعة

تنقسم الصناعة في الأردن إلى نوعين:

أ- الصناعة التحويلية : وتشمل الصناعات الجلدية والمحيكات، والصناعة العلاجية واللوازم الطبية، والصناعات الكيماوية ومستحضرات التجميل، والصناعات البلاستيكية والمطاطية، والصناعات الهندسية والكهربائية وتكنولوجيا المعلومات، والصناعات الخشبية والاثاث، والصناعات الإنشائية، والصناعات التموينية والغذائية، صناعة التعبئة والتغليف والورق والكرتون واللوازم المكتبية، وتساهم الصناعات التحويلية بنسبة 20.2% من الناتج المحلي الإجمالي للأردن لعام 2012.

ب- الصناعات الاستخراجية : وتشمل الصناعات التعدينية التي تساهم ب1.7% من الناتج المحلي الإجمالي 2012 (التقرير السنوي البنك المركزي 2012).

(4.6.2) تطور عوائد الشركات الصناعية في الأردن خلال فترة الدراسة (1990-2012)

يمثل عائد السهم العائد الفعلي الذي يتحقق من عملية الاقتناء وبيع الأسهم الذي يتكون من جزئين الأرباح الرأسمالية، والتي تمثل الفرق بين سعر بيع وسعر شراء للسهم من توزيعات الأرباح الناتجة من عملية التشغيل والأموال وتوظيفها، وتكون على شكل نسب مئوية غير ثابتة،وخلال فترة 1990-1996 بلغ متوسط عائد الشركات الصناعية (9%)،أما خلال فترة 1997-2003 فقد ارتفع متوسط عوائد الشركات الصناعية إلى (12%)،اما خلال فترة 2004-2008 فقد بلغ متوسط عوائد الشركات الصناعية(8%)، أما خلال فترة (2009-2012) فقد بلغ متوسط العوائد الشركات الصناعية(-6.%).

.

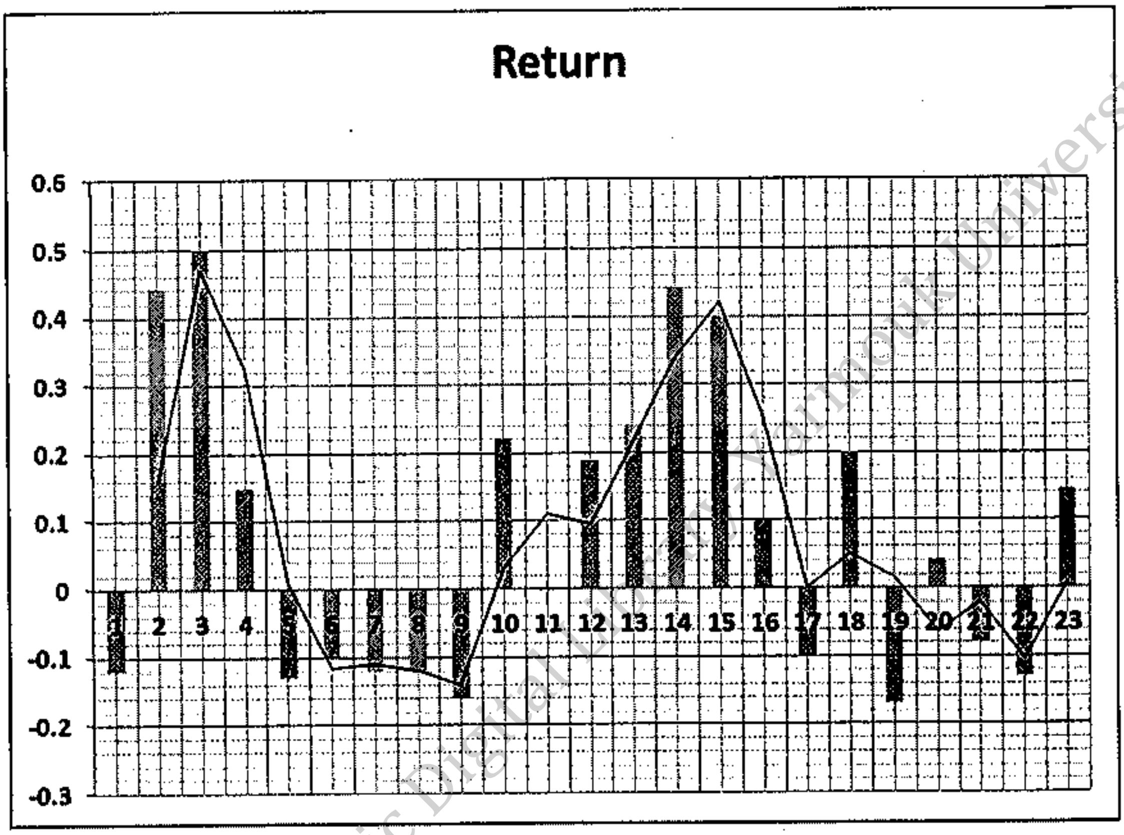
وفيما يلي الشركات الصناعية ذات أعلى وأدنى متوسط عائد خلال فترة 1990-2012:

حيث بلغ أعلى متوسط عائد بين الشركات الصناعية(24%)، والذي يعود لشركة الصناعات والكبريت (جيمكو)، ويليها شركة مناجم الفوسفات الاردنية بمتوسط عائد (23%)،ثم يتبعها الشركة العامة للتعدين ،وشركة الإسمنت الأردنية بمتوسط عائد(13%)، ثم شركة الاستثمارات العامة بمتوسط عائد (12%)، ويليها شركتا مصانع الخزف الأردنية ، والألبان الاردنية بمتوسط عائد (9%).

بلغ أدنى متوسط عائد بين الشركات الصناعية(-3%)، والذي يعود لشركة مصانع الورق والكرتون الاردنية، ويليها شركة الوطنية لصناعة الكابلات بمتوسط عائد(0.5%)، ثم يليها شركة الوطنية لصناعة الصلب بمتوسط عائد(1%)، ويليها شركة مصفاة البترول الاردنية بمتوسط عائد(4%)، ويليها شركة الصناعات الكيماوية الاردنية بمتوسط عائد(5%).

شكل رقم (2-1)

تطور متوسط عوائد أسهم القطاع الصناعي في بورصة عمان (1990-2012)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات الواردة في ملحق رقم (3).

(7.2) الدراسات السابقة

يتضمن هذا الجزء الدراسات العربية والأجنبية التي تناولت أثر المتغيرات الاقتصادية على معدل العائد للشركات الصناعية، حيث تعددت النماذج القياسية في الدراسات السابقة وذلك لتحقيق هدف كل منها.

(1.7.2) الدراسات العربية

تعتبر دراسة Shaima and Talafha(1990) من أوائل الدراسات المحلية التي هدفت إلى قياس العلاقة بين سوق عمان المالي والمتغيرات الاقتصادية، فقد تضمنت المتغيرات المستقلة نمو عرض النقد،والتضخم المتوقع وغير متوقع، ونمو الناتج المحلي الإجمالي، وسعر الفائدة الحقيقي، أما المتغيرات التابعة فقد تضمنت عائد السهم، وحجم التداول، وعدد الأسهم المتداولة، وقد استخدمت بيانات فصلية للفترة 1980/1 إلى 1986/4. حيث توصلت الدراسة إلى أن العائد على السهم يتأثر بالتضخم المتوقع، وأيضا بسعر الفائدة، أما عدد الاسهم فيتأثر بنمو الناتج القومي الإجمالي، بينما يتأثر حجم التداول بعرض النقد.

وفي دراسة أخرى للخطيب والشرع (1994)، حيث تضمنت المتغيرات الاقتصادية معدل نمو الإنتاج القومي، والتضخم، وأسعار الفائدة على الودائع، وأسعار الصرف، والرقم القياسي للإنتاج الصناعي، وعرض النقد،حيث اعتمدت الدراسة على بيانات فصلية للفترة 1980/9 إلى 1991/4، وقد أكدت الدراسة أن العائد على السهم يتأثر إيجابيا بمعدل نمو الناتج القومي الإجمالي وبالرقم القياسي الصناعي، أما حجم التداول فيتأثر إيجابيا بمعدل نمو الناتج القومي الإجمالي وبالرقم القياسي للإنتاج الصناعي وبعرض النقد، أما بالنسبة لسعر السهم فيتأثر إيجابيا بمعدل النمو للناتج القومي، كما خلصت الدراسة إلى أن سوق عمان المالي لايعتبر مؤشرا حقيقيا لطبيعة الأوضاع الاقتصادية في الأردن.

ولمعرفة أثر المتغيرات الاقتصادية على المؤشر العام لأسعار الأسهم فقد جاءت دراسة الزعبي(2000) التي استخدمت طريقة المربعات الصغرى، إذ إنها غطت الفترة الممتدة (1978-1998)،كما قام الباحث بفحص استقرار(Chow) مؤشر سوق عمان المالي خلال فتريتين (1978-1998)- (1989-1998)،ويعزى هذا التقسيم إلى الأزمة النقدية التي مر بها الاقتصاد الأردني،حيث شملت الدراسة المتغيرات التالية :النمو في الناتج القومي الإجمالي، وسعر الفائدة، والنمو في عرض النقد، ومؤشر السوق في الفترة السابقة، ومؤشر الرقم القياسي العام، وقد توصلت الدراسة إلى أن سوق عمان المالي يستجيب للمتغيرات الاقتصادية مجتمعة، أما عند دراسة كل متغير على حدة، فقد تبين أن قيمة t غير معنوية للمتغيرات السابقة، باستثناء مؤشر السوق للفترة السابقة: أي أن المتغير التابع يتأثر سلوكه في الفترة الزمنية السابقة، كما أشارت نتائج الدراسة إلى أن دالة مؤشر سوق عمان المالي تتمتع باستقرار خلال فترة (1978-1998).

وقام إرشيد (2004) بدراسة محددات أسعار الأسهم في بورصة عمان، حيث ركزت دراسته على طبيعة العلاقة القائمة بين الرقم القياسي لأسعار الأسهم كمتغير تابع، ومتغيرات اقتصادية كمتغيرات مستقلة، حيث غطت الدراسة الفترة(1978-1997) وأعد الباحث نموذجا رياضيا واستخدم أسلوب الانحدار في الدراسة، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرقم القياسي لأسعار الأسهم وبين الرقم القياسي للإنتاج الصناعي، ومعدل التضخم، وعرض النقد،وكما توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين الرقم القياسي لأسعار الأسهم وبين سعر الخصم، وسعر الصرف.

وبحثت دراسة (2006) AL-Bashtawi محددات الاقتصاد الكلي لأسعار الأسهم العادية في سوق عمان المالي، وذلك باستخدام بيانات شهرية لمؤشر أسعار الأسهم المرجح للفترة الممتدة

من 1994 الى 2004، حيث استخدم تحليل الانحدار لتفسير مدى تأثير المتغيرات في التذبذب الحاصل في عوائد الاسهم، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في سعر السهم والتغير في عرض النقد وتغير الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي، كما أظهرت الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين ودائع الادخار وبين نسبة التضخم وأسعار الفائدة.

وباستخدام عينة مكونة من 27 شركة صناعية في بورصة عمان للأوراق المالية جاءت دراسة المغربي (2007) لمعرفة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية كعوامل مستقلة على عوائد الشركات الصناعية (كعامل تابع)، حيث غطت الدراسة إلى الفترة الممتدة من 1990 إلى 2005، واستخدم الباحث أسلوب الانحدار المتعدد، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد أسهم الشركات الصناعية في بورصة عمان للأوراق المالية كمتغير تابع، وبين المتغيرات المستقلة التي شملت معدل التضخم، ومعدل سعر الفائدة ، ومعدل عرض النقدي ومعدل الناتج المحلي الإجمالي، وأوصى الباحث إلى ضرورة قيام الحكومة والبنك المركزي الاردني باتباع سياسة نقدية ومالية مستقرة لتخفيض معدلات التضخم،واتباع سياسة متوازنة في أسعار الفائدة التي من شانها أن تنعكس إيجابيا على عوائد الأسهم.

وللبحث عن العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي جاءت دراسة يوسف (2008)حيث شملت المتغيرات التالية:حجم رأس مال الشركات، ومعدل التضخم، وأسعار الفائدة،وعدد العاملين، وعجز أو فائض المدفوعات، وعجز الموازنة العامة للدولة، حيث قام الباحث بأخذ عينة عشوائية من سوق عمان المالي وعددها 60 شركة من كافة القطاعات،وغطت الدراسة الفترة الممتدة من 2000 إلى 2006، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم وبين معدل التضخم، وحجم رأس مال الشركات،

وأسعار الفائدة، وعدد العاملين، كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم وبين عجز أو الفائض فيميزان المدفوعات وعجز الموازنة للدولة.

أما دراسة Gazi and AL-Refai (2010)، فقد توصلت إلى أن المتغيرات التالية :احتياطي النقد الأجنبي،والفائض التجاري،وعرض النقد، وأسعار النفط من أهم المتغيرات التي لها تأثير على المدى الطويل على اسعار الأسهم، حيث استخدم الباحثان طريقة التكامل المشترك لتفحص العلاقة بين عوامل الاقتصاد الكلي وعوائد الاسهم على المدى الطويل،واعتمدت الدراسة على بيانات شهرية غطت الفترة الممتدة من مارس 1997 إلى 2010.

وبحثت دراسة لعصامي (2011) عن مدى تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق عمان المالي،حيث غطت الفترة الممتدة من 1995 إلى 2009، وتضمن المتغيرات الاقتصادية التالية: عرض النقد بمفهومه الواسع، وسعر الفائدة على الودائع، والرقم القياسي لأسعار المستهلك،والناتج المحلي الإجمالي والدين العام الداخلي للحكومة المركزية، أما مؤشرات الأداء فقد شملت الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية، وأحجام التداول لكل من مستوى الكلي ومستوى القطاعي، بالاعتماد على بيانات فصلية، واستخدمت الدراسة في التحليل التكامل المشترك ونموذج متجه تصحيح الخطأ،وتوصلت الدراسة إلى وجود تكامل مشترك بين الأرقام القياسية القطاعية لأسعار الأسهم، ومتغيرات الدراسة المستقلة

من جهة وبين أحجام التداول القطاعية والمتغيرات المستقلة من جهة أخرى، أما اختبار تصحيح الخطأ، فقد دل على وجود علاقة سببية طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية والرقم القياسي لأسعار أسهم قطاع الصناعة، وأيضا بين حجم تداول قطاع التأمين والمتغيرات الاقتصادية، كما

توصل إلى وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين عرض النقد والرقم القياسي لأسعار أسهم قطاع الصناعة من جهة والرقم القياسي لأسعار المستهلك وحجم التداول في قطاع التأمين.

بينماهدفت دراسة الحموري (2012) إلى اختبار العلاقة السببية بين تذبذبات في أسعار الأسهم والتذبذبات في المتغيرات الاقتصادية التالية : عرض النقد، ومعدل سعر الفائدة، والرقم القياسي للإنتاج الصناعي، ومعدل التضخم في الأردن وتركيا وتونس والكويت ومصر،حيث استخدم الباحث سلاسل زمنية للبيانات الشهرية للفترة الممتدة 2000 إلى 2009،واستخدم تحليل نموذج التذبذب الشرطي(GARCH) لقياس التذبذبات في الرقم القياسي لأسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية، ثم اختبرت العلاقة السببية بينهما عن طريق استخدام منهجية جوهانسن للتكامل المشترك، ونموذج متجه التصحيح الخطأ(VECM)، وتوصلت الدراسة إلى أن التذبذبات في أسعار الأسهم لا تؤثر بشكل واضح في تذبذبات المتغيرات الاقتصادية الكلية،كما أن التذبذبات في المتغيرات الاقتصادية الكلية لاتنعكس بشكل مؤثر في أسواق المال العربية في الدول محل الدراسة،كما أوصت الدراسة بضرورة اتخاذ إجرات فعلية كبيرة، لتحسين البيئة الاستثمارية، والعمل على رفع كفاءة أسواق المال العربية في دول محل الدراسة.

(2.7.2) الدراسات الاجنبية

قامت دراسة ibbotson (2002) بتقييم عوائد الأسهم في المدى الطويل ومعرفة مساهمتها في الاقتصاد الحقيقي من خلال تحليل البيانات التاريخية لعوائد الأسهم الامريكية، إذ غطت الدراسة الفترة من 1926– 2000، من حيث التضخم، والارباح، والتوزيعات ، ونسبة مضاعف السهم (P/E)، والقيمة الدفترية العائد على السهم،والناتج المحلي الإجمالي لكل فرد،وقد توصلت الدراسة إلى أن النمو في إنتاجية الشركات المقاسة بالأرباح تسير بشكل متواز مع الإنتاجية الإجمالية، وإن زيادة نسبية مضاعف السعر تفسر فقط(1.25%) من مجموع عوائد الأسهم (10.7%)، كما أن حجم العائد ينسب إلى التوزيعات ومعدل نمو الأرباح الشاملة، والتضخم ومعدل نمو الأرباح الحقيقي، كما أن الزيادة في العائد على السهم بالاقتصاد الكلي يعود إلى زيادة نسبة مضاعف السعر، وأن هبوط معدل الربح الموزع للسهم ونسبة التوزيعات يجعل نمو التوزيعات مقياسا ضعيفا في قياس الربحية ومعدل نمو الشركات المستقبلي.

بحثت دراسة Tursoy et al (2008) عن مدى تأثير عوامل الاقتصاد الكلي على عوائد الأسهم في سوق أسطنبول للأسهم، واستخدم الباحث طريقة المربعات الصغرى، واعتمد على بيانات شهرية،إذ غطت الدراسة الفترة الممتدة من 2001/2 إلى 2005/9، وتضمنت المتغيرات التالية : عرض النقود،والإنتاج الصناعي، وسعر النفط الخام،ومؤشر أسعار المستهلك،والاستيراد والتصدير، وسعر الذهب،وسعر الصرف، وسعر الفائدة، والناتج المحلي الإجمالي،وقد توصلت الدراسة إلى أن هذه المتغيرات لا تؤثر بشكل كبير،وهذا يدل على وجود عوامل أخرى تؤثر على أسعار الأسهم.

وبتطبيق نموذج GRACH على 32 شركة في أهم قطاعين في الباكستان، وهما قطاع المال والخدمات،وقطاع صناعة النسيج، جاءت دراسة Butt el al (2010) التي شملت المتغيرات

الاقتصادية التالية :الرقم القياسي لأسعار المستهلكين، ومعدل سعر الفائدة،وسعر الصرف،والرقم القياسي للإنتاج الصناعي،وعرض النقد بمفهومه الواسع،واختبرت الدراسة المتغيرات الاقتصادية على العائد على السهم، وتوصلت الدراسة إلى اختلاف سلوك العائد على السهم على مستوى الشركات، وعلى مستوى الصناعة،حيث تبين أن تأثيرات المتغيرات الاقتصادية على عائد السهم أكثر قوة، وذو دلالة إحصائية أقوى على مستوى الصناعة مقارنة على تأثيره على مستوى الشركة، كما توصلت الدراسة إلى أن قطاع المال والخدمات أكثر حساسية للتبدل في المتغيرات الاقتصادية مقارنة بقطاع صناعة النسيج،كما خلصت الدراسة إلى أن ارتفاع كل من معدل التضخم ومعدل سعر الفائدة يؤثر سلبا على عائد السهم،كما أن التوسع في عرض النقد يؤدي إلى ارتفاع العائد على السهم في قطاع المال والخدمات.

بينما سعت دراسة Bing Zhu (2012) إلى الكشف عن مدى تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على عوائد أسهم قطاع الطاقة في سوق شنغهاي للأوراق المالية، واعتمدت الدراسة على بيانات شهرية خلال الفترة الممتدة من كانون الثاني 2005 إلى 2011، وتناولت الدراسة العوامل الاقتصادية الكلية التالية: التضخم،وعرض النقد بمفهومه الواسع، وسعر الصرف،والإنتاج الصناعي، والسندات والصادرات و الوردات، والاحتياطي الأجنبي، ومعدل البطالة، حيث اختبرت الدراسة المتغيرات الاقتصادية على عوائد الأسهم في قطاع الطاقة وتوصلت إلى أن سعر الصرف والصادرات والاحتياطي الأجنبي ومعدل البطالة لها أثر على عوائد أسهم قطاع الطاقة في سوق شنغهاي للأوراق المالية.

وهدفت دراسة Saeed and Ozra and Maysam (2012) إلى معرفة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وعوائد الأسهم في سوق طهران للأوراق المالية بالاعتماد على بيانات شهرية خلال فترة 2001 إلى 2011، حيث توصلت الدراسة إلى أن سعر الصرف

والتضخم وأسعار الذهب تؤثر على عوائد الأسهم،كما لم تجد الدراسة علاقة بين أسعار النفط والسيولة وبين عوائد الاسهم.

بحثت دراسة Aurangzeb (2012) عن العوامل المؤثرة على أداء سوق الأسهم في البلدان التالية: سيرلانكا، وباكستان، والهند،حيث غطت الدراسة الفترة الممتدة من 1997 إلى 2010، حيث تناولت الدراسة المتغيرات الاقتصادية كمتغيرات مستقلة وهي: معدل سعر الفائدة، والتضخم، والاستثمار الاجنبي المباشر، وسعر الصرف، والمتغير التابع، ومؤشر سوق الأسهم، حيث توصلت الدراسة إلى أن الاستثمار الأجنبي المباشر وسعر الصرف يكون له تأثير ايجابيا على أداء سوق الأوراق المالية في بلدان آسيا (سيرلانكا،باكستان،الهند)، كما وجدت الدراسة تأثيرا سلبيا لكل من التضخم وسعر الفائدة على أداء سوق الأسهم في جنوب آسيا.

كما نجد أن دراسة Zafar (2013) قد هدفت إلى معرفة أثر محدادت الاقتصاد الكلي على أداء سوق الأسهم في الباكستان، بالاعتماد على سلاسل زمنية خلال فترة الممتدة من 1988 إلى 2008، حيث أخذ الباحث محددات الاقتصاد الكلي فقط، بسبب عدم توافر معلومات دقيقة عن المتغيرات المؤسسية،بيمنا تنعكس المتغيرات المؤسسية في عوامل الاقتصاد الكلي كالاستثمار وقواعد التداول المرتبطة بشكل كبير مع سيولة سوق الأسهم، التي يمكن قياسها من خلال قيمة التداول. حيث شملت محددات الاقتصاد الكلي التالي:الاستثمار الأجنبي كنسبة مئوية من الناتج المحلي، ومعدل الفائدة الحقيقي، والائتمان التي يقدمها القطاع المصرفي وقيمة الأسهم المتداولة كنسبة مئوية من الناتج المحلي، في حين يتم قياس أداء سوق الأسهم كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي، إذ توصلت الدراسة إلى أن الاستثمار الأجنبي، وقيمة الأسهم المتداولة لها تأثير إيجابي على أداء سوق الأسهم، أما معدل الفائدة الحقيقي فله تأثير سلبي

على أداء سوق الأسهم،في حين أن تنمية القطاع المصرفي لايوجد لها تأثير كبير على أداء سوق الأسهم.

كما قامت دراسة Osisanwa and Atenda (2012) بالتعرف على محددات عوائد الأسهم في سوق نيجيريا للأوراق المالية، بالاعتماد على سلاسل زمنية خلال الفترة الممتدة من 1984 الى 2010، حيث تناولت الدراسة المتغيرات التالية : سعر الفائدة، ومستويات عوائد الأسهم السابقة، وسعر الصرف، ولتضخم، وعرض النقد، ومعدل النمو في دخل الفرد، حيث توصلت الدراسة إلى أن سعر الفائدة ومستويات عوائد الأسهم السابقة، وعرض النقد، وسعر الصرف هي المحددات الرئيسية لعوائد الأسهم في سوق نيجيريا للأوراق المالية.

(8.2) مايميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

الفترة الزمنية للدراسة الممتده من عام (1990) إلى عام (2012) والتي سيتم استقصاء أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على معدل تصحيح للشركات الصناعية في بورصة عمان، كما سيتم تطبيق أساليب إحصائية لتدعيم النتائج المستخلصة.

الفصل الثالث

منهجية الدراسة ونتائج التحليل

(1.3) المقدمة

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على معدل العائد للشركات الصناعية في بورصة عمان خلال الفترة (1990-2012)، وعليه يقدم هذا الفصل المنهجية المتبعة لتحقيق هدف الدراسة، وطرق جمع البيانات الدراسة، مرورا بنموذج الدراسة والطرق القياسية المستخدمة لتقدير نموذج الدراسة واختبار فرضياتها، بالإضافة إلى عرض نتائج الدراسة.

(2.3) مصادر بيانات الدراسة وطرق جمعها

لتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام بيانات السلاسل الزمنية على أساس سنوي للفترة الممتدة من 1990إلى 2012 لكل من المتغيرات الدراسة (معدل التضخم، وعرض النقد بمفهومه الضيق، وسعر إعادة الخصم، وعوائد أسهم الشركات الصناعية بالفترة السابقة، ومعدل النمو في دخل الفرد)، التي تمثل المتغيرات الاقتصادية، و(معدل العائد الشركات الصناعية)، التي تمثل بيانات مؤشرات بورصة عمان، وذلك من خلال النشرات الشهرية والسنوية للبنك المركزي الأردني، وهيئة الأوراق المالية الأردنية، كما تم الاستعانة بمجموعة من الدراسات السابقة والأبحاث والمقالات، بالإضافة إلى الكتب العربية والأجنبية، والدوريات، وعلى بعض مواقع الإنترنت للمؤسسات والهيئات والوزارات، والتقارير الصادرة عن الصندوق النقد الدولي.

(3.3) متغيرات الدراسة

هدفت الدراسة إلى قياس أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على معدل العائد للشركات الصناعية في بورصة عمان، وعليه سيكون المتغير التابع لمعدل العائد للشركات الصناعية، أما بالنسبة للمتغيرات المستقلة فشملت خمسة متغيرات، وفيما يلي عرض لتطور المتغيرات المستقلة خلال فترة الدراسة:

1- معدل التضخم في الأردن :

تم استخدام الرقم القياسي لأسعار المستهلك لقياس معدل التضخم في الأردن، كما يبين الجدول(3-1)، تطور الرقم القياسي لأسعار المستهلك في الأردن خلال الفترة (1990-2012)، حيث يتبين من خلال الجدول أن الرقم القياسي لأسعار المستهلك قد ارتفع من 59.2 %عام 1990 الى 136.2 %عام 2012، ويلاحظ من خلال الجدول أن أعلى مستوى وصل إليه الرقم القياسي كان عام 2008 بمعدل نمو بلغ 14%، ويعزى ذلك إلى عوامل خارجية وداخلية، ومن اهم العوامل الخارجية : الأزمة المالية العالمية وتداعياتها التي أدت إلى ارتفاع أسعار السلع الأساسية منها الأغذية والنفط، أما على صعيد الداخلي للأردن، فقد عملت الحكومة الأردنية على رفع الدعم تدريجيا عن المحروقات، مما أدى إلى ارتفاع تكلفة الإنتاج وبالتالي ارتفاع أسعار المستهلك.

جدول رقم (3-1)

تطور الرقم القياسي لأسعار المستهلك خلال الفترة (1990-2012)

السنة	الرقم القياسي العام	معدل نمو (%)
1990	59.2	
1991	64.1	8.3
1992	66.6	3.9
1993	68.8	3.3
1994	71.3	3.6
1995	72.9	2.2
1996	77.7	6.6
1997	80.0	3.0
1998	82.5	3.1
1999	83.0	0.6
2000	83.5	0.6
2001	85.1	1.9
2002	86.6	1.8
2003	88.6	2.3
2004	90.9	2.6
2005	94.1	3.5
2006	100.0	6.3
2007	104.7	4.7
2008	119.3	13.9
2009	118.5	-0.7
2010	124.5	5.1
2011	130.0	4.4
2012	136.2	4.8

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات سنوية من موقع البنك المركزي الأردني

2- سعر إعادة الخصم :

يبين الجدول رقم (2-3) تطور سعر إعادة الخصم في الأردن خلال الفترة (1990-2012)، نلاحظ من خلال الجدول أن سعر إعادة الخصم من عام 1990 إلى عام 1996 لم يتغير وبقي مستقرا، حيث بلغ 8.5%، إلى أن تبنى البنك المركزي إصلاحات في السياسة النقدية أدت إلى تخفيض سعر إعادة الخصم للأسهم في تحفيز النمو الاقتصادي من خلال توفير الإئتمان لأنشطة القطاع الخاص، وتعزيز الاستثمار، كما يبين الجدول أن الاستثمار قد وصل إلى أدنى مستوى له عام 2003 حيث بلغ 2.5% بمعدل نمو 44.4- %، في حين بلغ سعر إعادة الخصم 5% في عام 2012 بمعدل نمو 11.1%.

جدول رقم(3-2)

تطور سعر إعادة الخصم في الأردن خلال الفترة (1990-2012)

السنة	سعر اعادة الخصم	معدل النمو (%)
1990	0.085	
1991	0.085	0.0
1992	0.085	0.0
1993	0.085	0.0
1994	0.085	0.0
1995	0.085	0.0
1996	0.085	0.0
1997	0.078	-8.2
1998	0.090	15.4
1999	0.080	-11.1
2000	0.065	-18.8
2001	0.050	-23.1

-10.0	0.045	2002
-44.4	0.025	2003
52.0	0.038	2004
71.1	0.065	2005
15.4	0.075	2006
-6.7	0.070	2007
-10.0	0.063	2008
23.8	0.078	2009
-44.9	0.043	2010
4.7	0.045	2011
11.1	0.050	2012

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات سنوية من موقع البنك المركزي الأردني.

3- معدل النمو في دخل الفرد :

يبين الجدول (3-3) تطور معدل نمو في دخل الفرد خلال الفترة (1990-2012)، حيث يعتبر مؤشرا للنمو الاقتصادي الحقيقي، الذي يعكس مستوى الرفاه في المجتمع، حيث يتبين من خلال الجدول أن معدل النمو في دخل الفرد قد ارتفع من 796 عام 1990 إلى 3439 عام 2012 حيث حقق معدلات نمو موجبة، و سجل أعلى معدل نمو عام 2008 بنسبة 25%، وبلغ معدل دخل الفرد 2666، كما سجل أدنى نمو عام 1991 بنسبة 0.48% .

جدول رقم (3-3)

تطور معدل نمو دخل الفرد في الأردن خلال فترة (1990-2012)

السنة	الناتج المحلي الاجمالي (مليار دينار أردني)	عدد السكان	نصيب الفرد	معدل النمو(%)
1990	2760.9	3.47	796	
1991	2958	3.70	799	0.48
1992	3611.6	3.84	941	17.64
1993	3885.2	3.99	974	3.53
1994	4359.2	4.14	1053	8.13
1995	4714.8	4.24	1112	5.61
1996	4912.2	4.35	1129	1.55
1997	5137.6	4.46	1152	2.01
1998	5609.8	4.57	1228	6.56
1999	5778	4.69	1232	0.36
2000	5998.6	4.82	1245	1.02
2001	6363.7	4.94	1288	3.51
2002	6794	5.07	1340	4.02
2003	7228.8	5.2	1390	3.74
2004	8090.7	5.35	1512	8.79
2005	8925.4	5.47	1632	7.90
2006	10675.37	5.6	1906	16.83
2007	12131.42	5.72	2121	11.26
2008	15593.41	5.85	2666	25.68
2009	16912.21	5.98	2828	6.10
2010	18762.02	6.11	3071	8.58
2011	20476.59	6.25	3276	6.69
2012	21965.5	6.388	3439	4.97

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات سنوية من موقع البنك المركزي الأردني.

4- عرض النقدي بمفهومه الضيق :

يبين الجدول تطور عرض النقد بمفهومه الضيق خلال الفترة (1990- 2012)، حيث ارتفع من 1432.8 عام 1990 إلى 7211.1 عام 2012، حيث سجل أدنى نمو عام 1996 بمعدل بلغ (11.82- %)، وسجل أعلى نمو له عام 2003 بمعدل بلغ 26%.

جدول رقم (3-4)

تطور عرض النقد بمفهومه الضيق في الأردن خلال الفترة (1990-2012)

السنة	عرض النقد بمفهومه الضيق (مليون دينار)	معدل النمو %
1990	1432.8	
1991	1600.4	11.70
1992	1716.1	7.23
1993	1837.5	7.07
1994	1746.1	-4.97
1995	1745.6	-0.03
1996	1539.2	-11.82
1997	1642.4	6.70
1998	1613.9	-1.74
1999	1777.1	10.11
2000	2026.7	14.05
2001	2119.7	4.59
2002	2316.2	9.27
2003	2919.9	26.06
2004	3192.9	9.35
2005	4061.3	27.20
2006	4566.5	12.44

5.84	4833.1	2007
15.31	5573	2008
8.37	6039.5	2009
8.45	6550	2010
11.02	7271.5	2011
-0.83	7211.1	2012

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات سنوية من موقع البنك المركزي الأردني

5- عوائد أسهم الشركات الصناعية بالفترة السابقة :

يبين الجدول عوائد أسهم الشركات الصناعية بالفترة السابقة، حيث يلاحظ من خلال الجدول أنه متغير خلال الفترة (1990-2012).

جدول رقم (3-5)

عوائد أسهم الشركات الصناعية بالفترة السابقة خلال الأعوام(1990-2012)

التغير	عوائد أسهم الشركات الصناعية بالفترة السابقة	السنة
		1990
0.56	-0.12	1991
0.06	0.44	1992
-0.35	0.50	1993
-0.28	0.15	1994
0.03	-0.13	1995
-0.02	-0.1	1996
0.00	-0.12	1997
-0.04	-0.12	1998
0.38	-0.16	1999

−0.221	0.22	2000
0.191	−0.0009	2001
0.05	0.19	2002
0.20	0.24	2003
−0.04	0.44	2004
−0.30	0.40	2005
−0.20	0.10	2006
0.30	−0.1	2007
−0.37	0.20	2008
0.21	−0.17	2009
−0.12	0.04	2010
−0.05	−0.08	2011
0.275	−0.13	2012

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية، بورصة عمان، أعداد مختلفة(1990−2012)

(4.3) نموذج الدراسة

تعتمد هذه الدراسة على نموذج القياسي، لأختبار اثر بعض المتغيرات الاقتصادية على معدل العائد للشركات الصناعية في بورصة عمان. حيث يمكن صياغة هذا النموذج على النحو التالي:

$$R_t = a_0 + a_1 R_{t-1} + a_2 INF_t + a_3 MS_t + a_4 GR_t + a_5 RD_t + a_6 DU_t + e_t$$

حيث إن :

Rt: معدل العائد للشركات الصناعية.

R_{t-1}: عوائد اسهم الشركات الصناعية في الفترة السابقة.

INF: معدل التضخم في الأردن.

MS: عرض النقد بمفهومه الضيق.

GR: معدل النمو في دخل الفرد.

RD: سعر إعادة الخصم.

DU: متغير وهمي يأخذ صفرا لسنوات الاستقرار ،وواحدا لسنوات عدم الاستقرار.

a_0: الحد الثابت.

$a_1, a_2, a_3, a_4, a_5, a_6$ هي معاملات التقدير للمتغيرات المستقلة.

e_t حد الخطأ العشوائي.

(5.3) الإختبارات الإحصائية

تم الاعتماد في التحليل على أسلوب تحليل السلاسل الزمنية المتعددة (Multivariable Time Series Model)، حيث تمت معالجة البيانات بالاستعانة ببرنامج التحليل الإحصائي E-views وبإجراء الإختبارات التالية:

(1.5.3) اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test)

يستخدم اختبار جذر الوحدة لاختبار سكون المتغيرات في سلاسل زمنية، حيث تم استخدام اختبار ديكي فولر الموسع (ADF– Augmented Dicky Fuller)، الذي يعتبر من أشهر اختبارات جذر الوحدة، حيث يمكن توضيحه من خلال الصياغة التالية:

$$\Delta X_{t-i} + e_t \sum_{i=1}^{p} aj\Delta X_t = a_0 + a_1 X_{t-1} +$$

حيث إن:

X_t : السلسلة الزمنية المراد اختبارها في السنة (t).

t:السنة.

e_t :حد الخطأ العشوائي.

ا: عدد فترات التباطؤ الكافية لإلغاء الارتباط الذاتي لحد الخطأ، تحدد وفقا لمعيار (Akaiki Information Criteria)، ومعيار(Schwartz Bayesian).

a_0 :الحد الثابت.

a_1 :معامل المتجه الزمني.

X_{t-1} : المتغير التابع المبطأ.

ΔXt–i: الفروق الاولى للمتغير التابع لفترات إبطاء معينة أو لعدد من فترات الإبطاء.

اعتمد اختبار ديكي فولر على اختبار فرضية العدم (B<O) : H0 والفرضية البديلة : H1 (B=0)، حيث سيتم رفض أو قبول فرضية العدم على أساس قيمة t المستخرجة من جدول (Mackinnon, 1991)، حيث إذا كانت قيمة t المحسوبة أكبر من قيمة t الحرجة أي الجدولية نرفض فرضية العدم (H0) ونقول إن السلاسل الزمنية ساكنة، أما اذا كانت قيمة t

المحسوبة أقل من القيمة الحرجة نقبل فرضية العدم، وفي هذه الحالة نقول إن السلاسل الزمنية غير ساكنة (Gujarati, 2003).

يبين الجدول رقم(3-6) نتائج استقرار المتغيرات باستخدام ديكي فولور

جدول رقم (3-6)

نتائج اختبار ديكي -فولر(Dickey- fuller)

المتغير	المستوى	القيمة المحسوبة	القيمةالجدولية عند 1%	القيمة الجدولية عند5%	القيمة الجدولية عند 10%
معدل العائد(Rt)	عند المستوى	*-3.107649	-3.769597	-3.004861	-2.642242
معدل التضخم (INF)	عند المستوى	*-5.757874	-3.769597	-3.004861	-2.642242
سعرإعادة الخصم(RD)	عند المستوى	-1.639172	-3.769597	-3.004861	-3.004861
	عند الفرق الاول	*-4.411460	-3.788030	-3.012363	-2.646119
عرض النقد بمفهومه الضيق(MS1)	عند المستوى	-1.191775	-3.769597	-3.004861	2.642242
	عند الفرق الاول	-1.487863	-3.788030	-3.012363	-3.012363
	عند الفرق الثاني	*-5.413874	-3.831511	-3.029970	-2.655194
معدل النمو في دخل الفرد(GR)	عند المستوى	-1.99805	-3.769597	-3.004861	-2.642242
	عند الفرق الاول	*-9.546649	-3.788030	-3.012363	-2.646119
عوائد الاسهم بالفترة السابقة(LAGRT)	عند المستوى	*-3.101213	-3.769597	-3.004861	-2.642242
المتغير الوهمي (DU)	عند المستوى	*-4.903616	-3.769597	-3.004861	-2.642242

(*) تشير الى رفض الفرضية العدمية على المستوى 5%

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي.

تشير النتائج في الجدول (3-6) إلى أن معدل عائد الشركات الصناعية (Rt)، والتضخم (INF)، وعوائد أسهم الشركات الصناعية في الفترة السابقة (lag Rt)، والمتغير الوهمي (DU)ساكنة في مستواها، بينما سعر إعادة الخصم (RD)، ومعدل النمو في دخل الفرد (GR) ساكنة عند الفرق الأول، أما بالنسبة لعرض النقد بمفهومه الضيق، فقد سكن عند الفرق الثاني.

تشير النتائج إلى أن قيم (DF) المحسوبة للمتغيرات (Rt, INF, lagRt, DU) بالقيم المطلقة، هي أعلى من القيم (DF) الجدولية عند مستوى الدلالة 5% ،مما يؤدي إلى رفض الفرضية العدمية عند المستوى دلالة 5%، أما بالنسبة للمتغيرات (GR, RD) فتشير النتائج إلى أن قيم (DF) المحسوبة أقل من قيمة (DF) الجدولية عند مستوياتها بالقيمة المطلقة مما يؤدي الى قبول الفرضية العدمية، ورفض الفرضية البديلة التي تعني سكون المتغيرات عند المستوى، أما بالنسبة لعرض النقد بمفهومه الضيق(MS1) فقد تم إعادة اختباره بعد أخذ الفرق الثاني، وبمقارنة قيمة (DF) المحسوبة مع قيمة (DF) الجدولية، نجد أنه مستقر عند مستوى ثقة يتراوح بين (90%-99%) مما يؤدي الى قبول الفرضية العدمية، أي أن المتغيرات غير ساكنة في مستواها، وأنها مستقرة بعد أخذ الفروق الثانية.

(2.5.3) اختبار التكامل المشترك (CO-Integration test)

أشارت نتائج اختبار جذر الوحدة لاستقرار السلاسل الزمنية أن بعض المتغيرات استقرت عند مستوها، والمتغيرات الأخرى عند الفرق الأول، ما عدا متغير واحد سكن عند الفرق الثاني، مما يدعم فكرة عدم وجود علاقة تكاملية بين هذه المتغيرات، حيث تم إجراء اختبار (co-

(integration test)، الذي لم تظهر له أي نتائج ؛ لأن بيانات الدراسة تشكل مصفوفة مفردة (Singular Matrix).

(3.5.3) اختبار جرينجر للسببية (Granger Causality Test)

يستخدم هذا الاختبار لتحديد اتجاه السببية بين متغيرات الدراسة، حيث يمكن أن تكون أحادية الاتجاه أو تبادلية الاتجاه، كما من الممكن أن لا يكون هناك علاقة بينهما، حيث تم إجراء الاختبار ثم الحصول على النتائج المبينة في جدول رقم (3-7).

جدول رقم (3-7)

اختبار جرينجرللسببية (Granger Causality Test)

الفرضية العدمية	المحسوبة F	الاحتمالية	النتيجة	نوع العلاقة
RD لا يؤثرفي Rt	0.46571	0.5032	نرفض الفرضية العدمية	تبادلية
Rt لايؤثر في RD	6.10005	0.9938	نرفض الفرضية العدمية	
MS لايؤثر في Rt	0.57263	0.4585	نرفض الفرضية العدمية	أحادية
Rt لايؤثر في MS	4.81323	0.0409	نقبل الفرضية العدمية	
Lag Rt لايؤثرفيRt	0.29012	0.5967	نرفض الفرضية العدمية	أحادية
Rt لايؤثر في lagRt	203.407	3.E-11	نقبل الفرضية العدمية	
INF لايؤثر في Rt	3.74199	0.0681	نقبل الفرضية العدمية	أحادية
Rtلايؤثر في INF	0.03098	0.8621	نرفض الفرضية العدمية	
GR لايؤثر في Rt	0.33074	0.5720	نرفض الفرضية العدمية	تبادلية
Rt لايؤثر في GR	2.75601	0.1133	نرفض الفرضية العدمية	
DU لايؤثر في Rt	5.40336	0.0313	نقبل الفرضية العدمية	أحادية
Rt لايؤثر في DU	0.71858	0.4072	نرفض الفرضية العدمية	
MS لايؤثر في RD	0.43596	0.5170	نرفض الفرضية العدمية	أحادية
RD لايؤثر في MS	3.09798	0.0945	نقبل الفرضية العدمية	
Lag Rt لايؤثر فيRD	3.01146	0.0998	نرفض الفرضية العدمية	أحادية
RD لا يؤثرفيLag Rt	1.47090	0.2409	نقبل الفرضية العدمية	
INF لايؤثر في RD	2.15835	0.1582	نرفض الفرضية العدمية	تبادلية
RD لايؤثر في INF	0.04011	0.8434	نرفض الفرضية العدمية	
GR لايؤثر في RD	1.54749	0.2286	نرفض الفرضية العدمية	تبادلية
RD لايؤثر في GR	0.25643	0.6184	نرفض الفرضية العدمية	
DU لايؤثر في RD	0.09751	0.7582	نرفض الفرضية العدمية	تبادلية

RD لايؤثر في DU	0.37707	0.5465	نرفض الفرضية العدمية	
Lag Rt لايؤثر فيMS	1.22606	0.2828	نرفض الفرضية العدمية	تبادلية
MS لايؤثر في Lag R	0.26005	0.6163	نرفض الفرضية العدمية	
INF لايؤثر في MS	3.1E-05	0.9956	نرفض الفرضية العدمية	تبادلية
MS لايؤثر في INF	0.65307	0.4290	نرفض الفرضية العدمية	
GR لايؤثر في MS	0.36279	0.5541	نرفض الفرضية العدمية	تبادلية
MS لايؤثر في GR	2.16591	0.1575	نرفض الفرضية العدمية	
DU لايؤثر في MS	8.1E-05	0.9929	نرفض الفرضية العدمية	تبادلية
MS لايؤثر في DU	0.01292	0.9107	نرفض الفرضية العدمية	
INF لايؤثر في lagRt	0.08023	0.7802	نرفض الفرضية العدمية	تبادلية
lagRt لايؤثر في INF	0.04363	0.8369	نرفض الفرضية العدمية	
GR لايؤثر في lagRt	1.63022	0.2179	نرفض الفرضية العدمية	تبادلية
lagRt لايؤثر في GR	0.01286	0.9110	نرفض الفرضية العدمية	
DU لايؤثر في lagRt	2.55690	0.1272	نرفض الفرضية العدمية	تبادلية
lagRt لايؤثر في DU	0.73654	0.4021	نرفض الفرضية العدمية	
GR لايؤثر في RD	0.49843	0.4888	نرفض الفرضية العدمية	تبادلية
RD لايؤثر في GR	0.04060	0.8425	نرفض الفرضية العدمية	
DU لايؤثر في INF	0.81418	0.3782	نرفض الفرضية العدمية	تبادلية
MS لايؤثر في INF	2.62523	0.1217	نرفض الفرضية العدمية	
DU لايؤثر في GR	0.57612	0.4572	نرفض الفرضية العدمية	تبادلية
MS لايؤثر في GR	1.69627	0.2083	نرفض الفرضية العدمية	

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج تحليل الإحصائي.

كما يبين الجدول (3-7) أن علاقة معدل عائد الشركات الصناعية (Rt) علاقة سببية تبادلية مع كل من معدل نمو في دخل الفرد(GR)، وسعر إعادة الخصم (RD)، كما أظهرت النتائج أن علاقة معدل عائد الشركات الصناعية (Rt) علاقة سببية أحادية مع كل من عوائد أسهم الشركات الصناعية في الفترة السابقة (lagRt)،وعرض النقد بمفهومه الضيق (MS)، والتضخم (INF)، والمتغير الوهمي (DU) وذلك كما يلي:

$$Rt \Leftrightarrow GR$$

$$Rt \Leftrightarrow RD$$

$$INF \Rightarrow Rt$$

$$LagRt \Rightarrow Rt$$

MS⇒Rt

DU⇒Rt

حيث تشير ⇔ إلى وجود علاقة سببية تبادلية أو ثنائية الاتجاه

حيث تشير ⇒ إلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه

كما أظهر الجدول السابق بأن سعر إعادة الخصم (RD)، ومعدل النمو في دخل الفرد لهما علاقة تبادلية مع جميع المتغيرات.

(4.5.3) نموذج الانحدار الذاتي المتجه VAR (Vector Auto Regression)

إن الهدف الرئيسي لهذه الدراسة هو اختبار أثر بعض المتغيرات الاقتصادية على معدل العائد للشركات الصناعية، حيث سيتم استخدام نموذج الانحدار الذاتي المتجه (VAR)، وذلك لعدم وجود تكامل مشترك بين هذه المتغيرات .

(5.5.3) عدد فترات التباطؤ الزمني (lag length Criterion)

نظرا لحساسية النتائج المستخرجة لعدد فترات التباطؤ الزمني اللازمة لإلغاء مشكلة الارتباط بين الأخطاء العشوائية، فإنه من الواجب تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني من خلال استخدام اختبار (VAR lag Order Selection Criteria) الذي يعتمد على المعايير التالية :

LR : (Likelihood ratio criterion)

FPE :(Final Prediction Error)

SC : (Schwarz Information Criterion)

AIC : (Akaike Information Criterion)

HQ : (Hannan–Quinn Information Criterion)

جدول رقم (3-8)

نتائج اختبار (lag order selection criteria)

HQ	SC	AIC	FPE	LR	Log l	Lag
3.868326	4.140937	3.792763	1.05E-07	NA	-32.82401	0
-2.804325*	-0.623434*	-3.408827*	1.04E-10*	154.2873*	91.79268	1

الجدول من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج التحليل الإحصائي.

يبين الجدول رقم (3-8) أن فترة التباطؤ المناسبة لمتغيرات الدراسة باستخدام معايير الاختبار هي فترة تباطؤ (1)، ولأغراض الدراسة سيتم اعتماد العدد(1) كعدد لفترات التباطؤ الزمني.

(6.5.3) تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition)

يستخدم تحليل مكونات التباين من أجل التعرف على مقدار التباين في التنبؤ لكل متغير والعائد إلى خطأ التنبؤ في المتغير نفسه، والمقدار العائد إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات الأخرى.

كما هومبين في الجدول رقم (3-9) نتائج تحليل مكونات التباين، وذلك على نحو التالي:

جدول (3-9)

تحليل مكونات التباين

الفترة	Rt	RD	MS	LagRt	INF	GR	DU
نتائج تحليل مكونات التباين Rt							
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	77.87773	0.689894	0.094554	1.44996	0.34011	5.07745	14.47030
3	72.48768	6.802462	0.150982	1.313455	0.31353	5.84900	13.08290
4	68.1556	9.891283	0.23012	1.369664	2.32609	5.67894	12.34830
5	66.25634	10.77699	0.312326	1.324269	3.66036	5.49182	12.17791
6	66.02319	10.74171	0.310818	1.312352	4.03616	5.45392	12.12186
7	65.99667	10.74828	0.347186	1.309272	4.06273	5.43388	12.10198
8	65.81670	10.91435	0.454207	1.303883	4.04555	5.41077	12.05454
9	65.52242	11.15008	0.61317	1.297295	4.03840	5.38487	11.99375
10	65.18978	11.38910	0.802946	1.290798	4.03776	5.35928	11.93034
نتائج تحليل مكونات التباين RD							
1	27.665400	72.33460	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	29.202070	59.51894	1.156541	0.678059	5.958083	3.213614	0.272695
3	23.257470	59.04672	2.760967	0.804840	10.307860	3.274083	0.548056
4	20.991490	59.57471	3.336845	0.730410	11.550190	2.958140	0.858219
5	20.539050	58.82031	3.721575	0.698060	12.420410	2.832929	0.967662
6	20.540150	58.32449	3.924541	0.699213	12.634270	2.801914	1.075414
7	20.577470	58.15503	4.016655	0.702867	12.645510	2.810909	1.091568
8	20.575780	58.10977	4.062970	0.706765	12.634970	2.815928	1.093815
9	20.565720	58.08465	4.098545	0.707979	12.632160	2.817663	1.093274
10	20.558210	58.05930	4.138088	0.708157	12.626100	2.817313	1.092833
نتائج تحليل مكونات التباين MS							
1	5.939494	18.59058	75.46993	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	2.448335	26.18543	68.21312	1.266221	0.002783	1.212388	0.671727
3	3.911765	29.56538	63.36264	0.952019	0.027201	1.746892	0.434108
4	5.214278	34.03182	58.02911	0.734766	0.017458	1.657053	0.315520
5	5.587423	38.06528	53.99255	0.571113	0.105050	1.453261	0.225323
6	5.427599	41.09128	51.22447	0.467603	0.311873	1.315330	0.161848
7	5.110625	43.16179	49.42524	0.404277	0.536405	1.239713	0.121949
8	4.796736	44.55369	48.26785	0.365538	0.720743	1.198718	0.096729
9	4.535827	45.49977	47.51188	0.340865	0.856019	1.175840	0.079805
10	4.334031	46.16111	46.99958	0.324221	0.950916	1.162593	0.067551
نتائج تحليل مكونات التباين lagRt							
1	11.74574	20.01061	26.04094	42.20271	0.00000	0.000000	0.000000

2	89.35913	2.231555	2.871213	4.639449	0.182018	0.714190	0.002445
3	73.49617	2.788025	1.850754	4.377650	0.218195	4.846456	12.42275
4	68.10935	9.449877	1.664702	3.938733	0.248203	5.375364	11.21377
5	63.75424	12.75483	1.801543	3.795574	2.215741	5.140516	10.53756
6	61.72744	13.84841	1.970459	3.659088	3.459970	4.954883	10.37975
7	61.37630	13.91058	2.010823	3.622772	3.830537	4.923153	10.32584
8	61.38117	13.87790	2.007757	3.617727	3.873600	4.915506	10.32634
9	61.37278	13.90015	2.011049	3.615016	3.870115	4.911145	10.31983
10	61.32649	13.94856	2.025285	3.611828	3.871239	4.906446	10.31015
نتائج تحليل مكونات التباين INF							
1	0.845014	4.657134	8.613017	10.49084	75.39400	0.000000	0.000000
2	0.681780	5.873494	8.385889	8.689516	63.90726	11.88107	0.580989
3	0.763252	5.891472	8.534005	8.671208	63.68508	11.87592	0.579061
4	1.233572	5.844975	8.588159	8.595969	63.17084	11.91041	0.656074
5	1.489698	5.960369	8.647073	8.540210	62.81197	11.84095	0.709733
6	1.575751	6.333326	8.798948	8.477829	62.35368	11.75532	0.705153
7	1.600511	6.780829	9.043066	8.401724	61.82282	11.65203	0.699023
8	1.609094	7.217126	9.330641	8.324113	61.27479	11.55102	0.693214
9	1.614654	7.627532	9.640541	8.248512	60.72772	11.45367	0.687366
10	1.622245	8.032421	9.973089	8.171997	60.16422	11.35471	0.681315
نتائج مكونات التباين GR							
1	6.965995	0.021091	6.250891	9.987149	0.050394	76.72448	0.000000
2	12.68005	4.537003	5.276245	7.776832	9.378814	60.21083	0.140235
3	14.09247	4.357126	5.007030	7.475490	10.28566	56.94773	1.834496
4	14.87855	5.351732	5.244698	7.256550	10.12393	55.36481	1.779742
5	14.81147	6.904549	6.024996	7.033275	9.872616	53.59882	1.754275
6	14.44287	8.716329	7.004611	6.785883	9.652324	51.70315	1.694834
7	14.03111	10.24578	8.058101	6.561529	9.464398	49.99930	1.639784
8	13.63664	11.58610	9.139110	6.358789	9.260457	48.42698	1.591921
9	13.27268	12.78750	10.24348	6.167622	9.040857	46.94348	1.544380
10	12.92909	13.94852	11.37597	5.978415	8.802208	45.46981	1.495983
نتائج تحليل مكونات التباين DU							
1	11.64947	6.660433	1.052744	14.88735	1.481312	3.812595	60.45609
2	10.42289	12.25187	0.948244	13.73679	1.401193	5.969476	55.26953
3	10.76416	12.60517	1.030976	13.31160	3.127164	6.013830	53.14711
4	11.00226	12.57708	1.128315	13.12335	3.690905	5.972989	52.50511
5	11.09656	12.57921	1.126108	13.09801	3.705633	5.998695	52.39578
6	11.11359	12.64193	1.142489	13.08110	3.709678	5.990225	52.32100
7	11.10533	12.70915	1.167709	13.06400	3.718450	5.982846	52.25251
8	11.09489	12.75665	1.192968	13.05120	3.725295	5.977399	52.20160

9	11.08667	12.78819	1.217438	13.04166	3.729040	5.973457	52.16354
10	11.08032	12.80991	1.240931	13.03431	3.730089	5.970726	52.13371

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج تحليل الإحصائي.

فيما يتعلق بتباين معدل عائد الشركات الصناعية (Rt)، فقد أظهرت النتائج أن جميع المتغيرات لا تفسر أي تنبؤ للخطأ في معدل العائد في الفترة الأولى، بينما يفسر سعر إعادة الخصم (RD) 10.77% من تنبؤ في الخطأ في الفترة الخامسة، كما أنه ارتفع قليلا في الفترة العاشرة ليصل إلى 11.38%، أما فيما يتعلق في التضخم(INF) فقد فسر 3.66% من تنبؤ في الخطأ في الفترة الخامسة ليبقى ضمن المستوى بحوالي 4% في الفترة العاشرة، أما فيما يخص معدل نمو في دخل الفرد (GR) فقد فسر 5.5% من تنبؤ الخطأ في الفترة الخامسة، ليبقى ضمن المستوى بحوالي 5.35% في الفترة العاشرة، بالمقابل فسر المتغير الوهمي(DU) 12% من تنبؤ الخطأ في الفترة الخامسة، واستمر بنفس المستوى في الفترة العاشرة، بينما عوائد الاسهم بالفترة السابقة (lagRt) فسر 1.3% في الفترة الخامسة، واستمر بنفس المستوى حوالي 1.29%في الفترة العاشرة، أما بالنسبة لعرض النقد بمفهومه الضيق (MS1) فقد فسر 0.3% من تنبؤ في الخطأ في الفترة الخامسة، أما في الفترة العاشرة فقد فسر حوالي 0.80%.

أما فيما يتعلق بتباين سعر إعادة الخصم (RD)، فقد أظهرت النتائج أن معدل العائد الشركات الصناعية تفسر حوالي 27.6%، من تنبؤ الخطأ في سعر إعادة الخصم في الفترة الأولى، لتنخفض هذه النسبة لتصل إلى 20.5% في الفترة الخامسة، واستمر بنفس المستوى حوالي 20.55% في الفترة العاشرة.

أما بالنسبة الى تباين عرض النقد بمفهومه الضيق (MS1)، فقد أظهرت النتائج أن معدل العائد تفسر 5.93% من تنبؤ في الخطأ في عرض النقد بمفهومه الضيق في الفترة الأولى، لتنخفض هذه النسبة تدريجيا الى 5.5% و4.4% خلال الفترة الخامسة والعاشرة على التوالي.

وفيما يخص تباين عوائد اسهم بالفترة السابقة (lagRt) فقد أظهرت النتائج أن معدل العائد يفسر 11.7% من تنبؤ في الخطأ في عوائد أسهم في الفترة السابقة خلال الفترة الأولى، حيث ارتفعت هذه النسبة لتصل 61.3% خلال الفترة العاشرة.

أما بالنسبة الى تباين التضخم (INF)، فقد أظهرت النتائج أن معدل تصحيح العائد يفسر مانسبته 0.84% من تنبؤ في الخطأ من التضخم (INF) خلال الفترة الأولى، لترتفع نسبيا إلى 1.62 % خلال الفترة العاشرة.

أما فيما يتعلق في معدل نمو في دخل الفرد (GR) فقد أظهرت النتائج أن معدل العائد يفسر 6.9% من تنبؤ في الخطأ في معدل نمو دخل الفرد (GR) خلال الفترة الأولى ليرتفع مانسبته 12.9% خلال الفترة العاشرة.

كما أظهرت النتائج تباين المتغير الوهمي(DU)، حيث فسر معدل العائد حوالي 11.6% من تنبؤ في المتغير الوهمي خلال الفترة الأولى، واستمر في نفس المستوى خلال الفترة الخامسة والعاشرة.

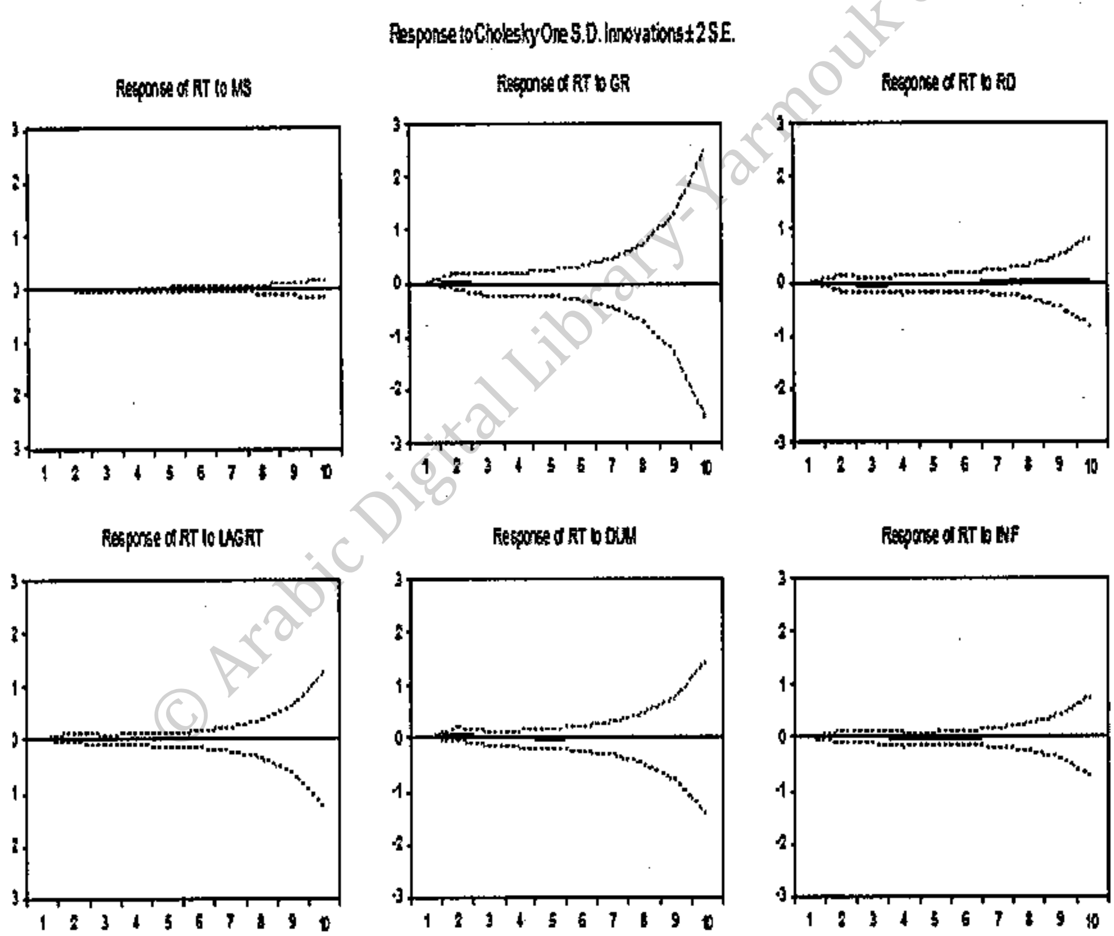
(7.5.3) تحليل دالة الاستجابة الفورية لردة الفعل (Impluse Response Function)

يعتبر تحليل دالة الاستجابة لردة الفعل من الاختبارات المهمة التي تعنى بتتبع المسار الزمني للتغيرات المفاجئة التي يمكن أن تتعرض لها مختلف المتغيرات الأخرى لأي تغير مفاجى في أي متغير مع مرور الزمن، ويعد تحليل دالة الاستجابة لردة الفعل أداة أخرى من أدوات تحليل الانحدار الذاتي المتجه (VAR)، كما يبين تحليل دالة الاستجابة لردة الفعل استجابة كل متغير لصدمة عشوائية في المتغيرات الأخرى، حيث سيتم التركيز في هذا التحليل على استجابة معدل

العائد الشركات الصناعية (Rt) لصدمات عشوائية في جميع متغيرات الدراسة.كما يتبين من خلال الشكل (3-1).

الشكل (3-1)

دالة الاستجابة الفورية لمعدل العائد في الشركات الصناعية (Impulse Response function)



يتبين من خلال الشكل (3-1) أن دالة الاستجابة لردة فعل معدل العائد للشركات الصناعية (Rt) إلى عرض النقد بمفهومه الضيق (MS1)، يؤثر سلبيا لصدمة عشوائية من الفترة الثانية إلى نهاية الفترة الرابعة بينما لا يوجد أثر من الفترة الخامسة إلى الفترة العاشرة، ولكن هذه النتيجة

غير مهمة من الناحية الإحصائية مما يؤدي إلى رفض الفرضية التي تنص على أن هناك إثرا إيجابيا لعرض النقد بمفهومه الضيق على معدل العائد للشركات الصناعية. كما يتبين من خلال الشكل(3-1) بأن معدل عائد الشركات الصناعية (Rt)لا يستجيب إلى صدمة عشوائية في التضخم (INF)، وإن هذه النتيجة غير دالة إحصائيا، كما يظهر الشكل السابق، وبالتالي سيتم رفض الفرضية التي تنص على أن هناك أثرا إيجابيا للتضخم على معدل عائد الشركات الصناعية. بينما أظهر الشكل (3-1) أن معدل العائد لا يتأثر لصدمة عشوائية بمعدل نمو دخل الفرد، وبالتالي سيتم رفض الفرضية التي تنص على أن هناك أثرا إيجابيا لمعدل نمو دخل الفرد على معدل عائد الشركات الصناعية.

كما أظهر شكل (3-1) والمتعلق بسعر إعادة الخصم أن معدل العائد يتأثر إيجابيا لصدمة عشوائية بسعر إعادة الخصم بين الفترة الأولى والثانية، وهذا يؤدي إلى قبول الفرضية التي تنص على أن هناك أثرا إيجابيا لسعر إعادة الخصم على معدل عائد الشركات الصناعية . وفيما يخص عوائد شركات في الفترة السابقة على معدل العائد يبين الشكل(3-1) وجود أثر إيجابي خلال الفترة الثانية، مما يؤدي إلى قبول الفرضية التي تنص على أن عوائد أسهم الشركات الصناعية بالفترة السابقة يؤثر إيجابيا على معدل عائد الشركات الصناعية. أما فيما يتعلق بالمتغير الوهمي كما يبين الشكل (3-1) فإنه يوجد أثر إيجابي على معدل عائد الشركات الصناعية لغاية الفترة الثالثة.

الفصل الرابع

النتائج وتوصيات

(1.4) النتائج

أولا: أظهرت نتائج اختبار ديكي فولر أن متغيرات الدراسة مستقرة، حيث يظهر الاستقرار عند المستوى كل من: معدل عائد الشركات الصناعية ، والتضخم، وعوائد أسهم الشركات الصناعية للفترة السابقة، والمتغير الوهمي، كما استقر سعر إعادة الخصم، ومعدل نمو في دخل الفرد عند الفرق الأول، واستقر عرض النقد بمفهومه الضيق عند الفرق الثاني.

ثانيا: كشفت نتائج الدراسة وجود علاقة سببية تبادلية بين معدل عائد الشركات الصناعية والمتغيرات الاقتصادية التالية: معدل نمو في دخل الفرد، وسعر إعادة الخصم.

ثالثا: بينت النتائج وجود علاقة سببية أحادية بين معدل عائد الشركات الصناعية والمتغيرات التالية: التضخم، وعوائد أسهم الشركات الصناعية في الفترة السابقة، وعرض النقد بمفهومه الضيق، والمتغير الوهمي.

رابعا: أظهرت نتائج الدراسة أن سعر إعادة الخصم، وعوائد الشركات الصناعية في الفترة السابقة، والمتغير الوهمي تفسر تغيرات معدل العائد، حيث كانت أثارها ذات دلالة إحصائية بعكس بقية المتغيرات في النموذج القياسي.

(2.4) التوصيات

أولا:وضع سياسات نقدية ومالية مستقرة لتخفيض معدلات البطالة التي من شأنها أن تترك أثرا إيجابيا على الأسواق المالية.

ثانيا:وضع تحفيزات اقتصادية لإنجاح الأسواق المالية من خلال التطوير والإشراف على هذه المؤسسات.

ثالثا:ضرورة استمرار الحكومة باتباع سياسة تشجيع الاستثمار لم لها من أثر إيجابي على بورصة عمان.

رابعا:إيلاء السياسة النقدية أهمية من قبل صانيعها كونها تؤثر على عوائد الشركات، لذلك ينبغي على السلطة أن تأخذ بعين الاعتبار الاثار الناجمة عن التغير في سعر إعادة الخصم على سوق الأوراق المالية.

المراجع اللغة العربية :

الكتب

- الزرري، عبدالنفاع. فرح، غازي. 2001. **الأسواق المالية**. الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، ص 133.
- الشواورة، فيصل محمود. 2006. **الأستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس النظرية والعلمية**. الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، ص 175.
- النمري، أحمد. 2002. **الاستثمار في الأردن فرص وآفاق**. الطبعة الأولى، مركز دراسات الشرق الأوسط، عمان، ص 115.
- توفيق، محب. 2011. **الاقتصاد النقدي والمصرفي دراسة تحليلية للمؤسسات والنظريات**. الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، ص139.
- جابر، محمد صالح. 1989. **الاستثمار بالأوراق المالية ومدخل في التحليل الأساسي والفني للاستثمارات**. الطبعة الثانية، عمان، الأردن، ص166.
- حماد، طارق عبدالعال. 2006. **التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية**. الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص84.
- داود، حسام علي. 2010. **مبادئ الاقتصاد الكلي**. الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، ص211.
- عبدالنبي، محمد احمد. 2009. **الأسواق المالية الاصول العلمية والتحليل الاساسي**. الطبعة الأولى، زمزم ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، ص75،101 .
- معروف، هوشيار. 2003. **الاستثمارات والأسواق المالية**. الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص86.
- هندي، منير ابراهيم. 1999. **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**. توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر،ص214-217.

الدوريات

- البدري، صباح محمد. 1995. **الإنتاجية في الصناعة الأردنية**، مؤتة للبحوث والدراسات، 6(6):35.
- البدري،صباح. الخوري، رتاب. 1997. **دراسة تحركات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية**. دراسات العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، المجلد 24، العدد 1، 1997.
- الخطيب، فوزي. الشرع، منذر. 1994. **سوق عمان للأوراق المالية ومدى استجابتها للمتغيرات الاقتصادية دراسة قياسية**. مجلة أبحاث اليرموك: سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، 10(3): -390 371.

- الزعبي، بشير. 2000. **تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي للفترة 1978-1998.** دراسات العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، 27 (2): 321-330.
- الفيومي، نضال أحمد. 2003. **أثر خصائص الأسواق الناشئة على اختبارات الكفاءة:** دراسة تطبيقية على بورصة عمان، دراسات العلوم الإدارية، 30(2):322-344.
- إرشيد، عبد المعطي. 2004. **محددات أسعار الأسهم في بورصة عمان.** مجلة البصائر، 8(2): 218-198.

الرسائل الجامعية:

- الحموري، ندى محمد طاهر. 2012. **العلاقة بين التذبذبات في أسعار الأسهم والتذبذبات في المتغيرات الاقتصادية الكلية**، دراسة تطبيقية. رسالة دكتوراه، الجامعة الأردنية، الأردن.
- المغربي، محمد ابراهيم محمد. 2007. **أثر المتغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية خلال الفترة (1990- 2005).** رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة آل البيت، المفرق، الأردن.
- لعصامي، أمنة حمزة. 2011. **تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق عمان المالي.** رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن.
- يوسف، دانة بسام محمد. 2008. **تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي.** رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن.

التقارير:

أعداد مختلفة من التقارير السنوية للبنك المركزي
أعداد مختلفة من تقارير بورصة عمان

المواقع الالكترونية:

موقع بورصة عمان www.ase.com.jo
موقع البنك المركزي www.cbj.gov.jo

المراجع باللغة الأجنبية:

Books

- Bhalla, v.k., 1997. ***Investment management (security analysis and portfoliomanagement)***, Fifth Ed, S.Chand and company LTD, New Delhi, p321,334.
- Blanchard, Olivier, 2000. ***Macroeconomics***, second Edition, Prentic Hall, upper saddle River N.J., U.S.A, P33.
- Donald, Fisher and Ronald, Jordan. 1999, ***Security Analysis and PortfolioManagement***, Sixth Ed, prentice Hall , New Delhi, p102 .
- French, D.W., 1898. ***Security and Portfolio Anlysis, Concepts and Management***. Ohio: Merrill Publishing Company.
- Gujarati, D.N., 2003. "***Basic Econometrics***", Fourth Edition, Mc Graw Hill.
- Hirt, Geoffrey A. and Block Stanley B., 1993. ***Fundamental of InvestmentManagement***, Forth Ed, Irwin Home Wood, p159.
- Hubbard, R.G., 1995. ***Money and Financial System and The Economy***, Updated Edition, California: Addison Wiley Publishing Company.
- Jones, Charles p., 1996. ***Investment Analysis and Management***, Fifth Edition, John Wiley and Sons, Inc, New York, p 504, 512.

Articles

- Aurangzeb, 2012. Affecting Performance of Stock Market: Evidence From South Asian Countries, International journal of Academic Research in Business and Social Sciences, ISSAN: 2222-6990, 9(2) : 1-15
- Binswanger, M., (2000). Stock returns and real activity is there still a connection? Applied Financial Econometrics, 20: 59-82
- Butt, B.Z.,Rehman,K.U.,Khan,M.A.,Sawfan,N., 2010. Do economic factors influence stock returns? A firm and industrylevel analysis. African journal of business management, Vol.4(5) pp 583-593.

- Gazi, Hassan and AL Refai Hisham, 2010. Can Macroeconomic Factors Explain Equity Returns in the Long Run? The case of Jordan, Munich Personal RePEc archive, Paper No 22713, 15: 1-22 From the World Wide Web: http://mpra.ub.uni-muenchen.edu/22713
- Guido, Lsmann. 2003. Optimal Monetary Policy,the Quarterly Journal of Austrian VOL,. 6, NO. 4 (Winter 2003): 37-60
- Ibbotson, Roger G., 2002. Stock market Returns in the Long Run:participating in the Real Economy, Yale School Management.
- Osisanwo, G. Andatenda, A., Deteminants of Stock Market Return in Nigeria: Atime Series Analysis, African Journal Scientific Research, Vol.9. NO.1, 2012.
- Saeed, Smadi and Buyabi, Ozra and Ghalandari, Meysam, 2012. The Relationship Between Macroeconomic Variables and Stock Returns in the Tehran Stock Exchange, International journal of Academic Research in Business and Social Sciences, ISSN: 2222 – 6990, 6(2): 559-573.
- Shamia A., and Talafha, H., 1990. Amman Financial Market Stability Effectiveness and Efficiency and Economic Analysis. Abhath AL- Yarmouk. 6(2):41-71.
- Tursoy,Turgut. Gunsel, Nill. and Rojoub, Hussam, 2008 Macroeconomic Factors, the APT and Istanbul Stock Market,International Research Journal of Finance and Economics, ISSN 1450-2887,22: 49-57.
- Wongswan, J. 2006. Transmission of information across international equity markets. Review of Financial studies, 19: 1157-1189
- Zafar, Mehwish, 2013. Determinants of Stock Market Performance in Pakistan, Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, 9(4):1018-1026.
- Zhu, Bing, 2012. The Effects of Macroeconomic Factors on Stock Return of Energy sector in Shanghi Stock Market, international journalScientific and Research Publications,ISSN 2250-3153: 11(2), 1-4.

Thesis

- AL-Bashtawi, MervetBahjat, 2006. Macroeconomic Determinants of Common Stock Returns: Evidence from Amman stock Exchange, Master thesis in Finance and Banking Sciences, Yarmouk University, Irbid, Jordan.

الملاحق

ملحق رقم (1)

عينة الدراسة

اسم الشركة	سنة التأسيس
شركة الألبان الأردنية	1968
الشركة العامة للتعدين	1973
الشركة العربية لصناعة الألمنيوم / أرال	1976
الشركة الصناعية التجارية الزراعية / الإنتاج	1961
الشركة الوطنية لصناعة الصلب	1979
شركة دار الدواء للتنمية والاستثمار	1975
شركة مصانع الأجواخ الأردنية	1962
شركة مصانع الخزف الأردنية	1966
شركة مصانع الورق والكرتون	1973
شركة مناجم الفوسفات	1953
الشركة الأردنية لصناعة الأنابيب	1973
شركة المركز العربي للصناعات الدوائية والكيماوية	1983
شركة الصناعات الكيماوية الأردنية	1980
الشركة العالمية للصناعات الكيماوية	1981
شركة الاستثمارات العامة	1955
شركة الصناعات والكبريت / جيمكو	1982
الشركة الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	1982
الشركة الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	1982
شركة مصانع الإسمنت الأردنية	1951
شركة مصفاة البترول الأردنية	1956

ملحق رقم (2)

متغيرات الدراسة

R_t	MS_t	GR	INF	RD	$lagR_t$	السنة
-0.12	1432.8	0.03	0.16	0.085		1990
0.44	1600.4	0.005	0.08	0.085	-0.12	1991
0.5	1716.1	0.15	0.04	0.085	0.44	1992
0.15	1837.5	0.03	0.033	0.085	0.5	1993
-0.13	1746.1	0.08	0.035	0.085	0.15	1994
-0.1	1745.6	0.05	0.023	0.085	-0.13	1995
-0.12	1539.2	0.02	0.065	0.085	-0.1	1996
-0.12	1642.4	0.02	0.03	0.078	-0.12	1997
-0.16	1613.9	0.06	0.04	0.09	-0.12	1998
0.22	1777.1	0.003	0.006	0.08	-0.16	1999
-0.0009	2026.7	0.01	0.007	0.065	0.22	2000
0.19	2119.7	0.03	0.017	0.05	-0.0009	2001
0.24	2316.2	0.04	0.018	0.045	0.19	2002
0.44	2919.9	0.04	0.016	0.025	0.24	2003
0.4	3192.9	0.08	0.034	0.038	0.44	2004
0.1	4061.3	0.07	0.035	0.065	0.4	2005
-0.1	4566.5	0.14	0.063	0.075	0.1	2006
0.2	4833.1	0.1	0.054	0.07	-0.1	2007
-0.17	5573	0.2	0.015	0.063	0.2	2008
0.04	6039.5	0.06	-0.007	0.078	-0.17	2009
-0.08	6550	0.08	0.05	0.043	0.04	2010
-0.13	7271.5	0.06	0.04	0.045	-0.08	2011
0.275	7211.1	0.05	0.047	0.05	-0.13	2012

ملحق:رقم (3) عوائد اسهم الشركات الصناعية للفترة (1990- 2012)عينة الدراسة

اسم الشركة	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
الالبان الاردنية	-0.17	0.5	0.4	0.27	-0.19	0.1	-0.04	0.4	0.1	0.15	-0.09	0.15	0.2	0.34	-0.05	0.06	-0.41	-0.11	0.06	-0.01	0.027	-0.04	0.49
العامة للتعدين	0.23	0.07	0.14	0.24	0.16	0.07	-0.05	-0.18	-0.17	0.05	-0.09	0.59	0.5	1.07	0	0.6	0.13	-0.14	-0.17	0.09	-0.05	-0.35	0.24
العربية لصناعة الالمنيوم	0.07	0.93	1.49	-0.11	-0.28	-0.15	-0.25	-0.24	-0.17	-0.12	-0.06	0.29	0.08	0.05	0.02	0.24	0.15	-0.14	-0.02	-0.2	0.1	-0.08	0.09
الصناعية التجارية الزراعية	-0.01	0.97	0.23	0.22	-0.39	-0.23	-0.23	-0.48	-0.09	-0.47	0.6	0.01	-0.26	0.23	0.2	-0.05	-0.4	0.28	-0.29	1.24	0.02	0.25	0.15
الوطنية لصناعة الصلب	-0.18	0.57	1.02	-0.12	-0.15	-0.59	-0.31	-0.41	-0.29	0.2	0.13	1.12	0.15	0.5	0.34	-0.37	-0.23	0.05	-0.46	0.47	-0.28	-0.49	-0.4
دار الدواء للتنمية والاستثمار	0.22	0.17	1.16	0.44	0.09	-0.51	-0.33	0.22	-0.05	-0.45	-0.11	0.84	0.6	0.01	0.2	0.05	-0.19	-0.02	-0.16	0.05	0.01	-0.38	-0.47
مصانع الاجواخ الاردنية	-0.2	0.52	0.87	-0.01	-0.25	0.06	-0.07	0.01	-0	0.003	-0.17	0.06	-0.04	0.58	0.72	0.2	-0.45	-0.01	-0.24	-0.04	0.08	0.11	-0
مصانع الخزف الاردنية	-0.06	0.39	0.69	0.17	-0.07	0.03	-0.02	-0.22	-0.73	0.18	0.19	0.16	0.29	0.6	-0.08	-0.34	-0.52	-0.01	-0.44	0.34	-0.43	0.07	1.8
مصانع الورق والكرتون	-0.4	0.19	-0.07	-0.02	0.01	-0.05	-0.2	-0.1	-0.32	-0.18	-0.54	0.13	0.73	0.16	0.76	0.2	0.05	-0.13	-0.08	-0.55	-0.48	-0.05	0.13
مناجم الفوسفات	-0.18	0.13	0.18	-0.24	-0.12	0.19	0.01	0.06	-0.59	0.83	0.59	0.33	-0.06	0.73	0.3	0.33	-0.23	2.81	0.66	-0.07	-0.05	-0.22	0.04
الاردنية لصناعة الانابيب	-0.37	0.46	0.24	0.15	-0.21	-0.07	-0.28	-0.16	-0.16	-0.27	0.05	0.38	0.38	1.12	0.84	-0.51	0.066	0.21	-0.6	0.066	-0.23	0.25	-0.18
المركز العربي للصناعات الدوائية	-0.41	0.4	1.32	-0.19	-0.15	-0.35	-0.23	-0.09	0.11	0.02	-0.07	0.47	0.8	0.32	-0.11	0.05	-0.33	0.05	-0.19	0.33	0.14	0.1	-0.33
الاردنية لصناعات الكيماوية	-0.29	1.08	0.46	-0.02	-0.06	-0.03	-0.01	0.28	0.07	-0.05	0.02	-0.4	-0.02	0.67	0.06	0.22	-0.16	0.11	-0.11	-0.05	-0.02	-0.23	-0.22
العالمية للصناعات الكيماوية	0.3	1.08	0.24	-0.46	-0.38	-0.14	-0.15	-0.37	-0.35	0.52	-0.07	0.14	-0.02	0.32	0.27	0.15	-0.33	0.31	-0.11	-0.28	0.024	-0.18	-0.1
الاستثمارات العامة	0.03	-0.06	0.11	1.5	-0.07	-0.15	0.31	-0.17	0.26	-0.05	-0.19	-0.15	-0.01	0.29	0.88	0.46	0.085	0.02	0.04	-0.31	-0.23	-0.07	0.15
الصناعات والكبريت الاردنية	-0.49	0.35	0.14	-0.28	-0.24	-0.43	-0.3	-0.48	-0.18	4.43	-0.16	0.38	-0.02	0.6	-0.07	-0.2	0.76	0.11	-0.13	-0.48	0	-0.18	2.43
الصناعات الخشبية/جوايكو	-0.34	0.33	0.38	0.68	-0.06	-0.07	0.69	0	-0.23	-0.25	-0.08	-0.56	0.69	0.09	0.41	0.96	-0.05	0.13	-0.19	-0.12	0.27	-0.36	-0.27
الوطنية لصناعة الكابلات	0.01	0.34	0.33	0.04	-0.32	-0.22	-0.31	-0.55	-0.47	-0.3	0.11	-0.29	0.75	0.98	1.32	-0.15	-0.02	0.08	-0.61	0.13	-0.02	-0.28	-0.44
الاسمنت الاردنية	-0.08	0.2	0.62	0.75	0.03	0.31	-0.04	-0.09	0.06	0.1	-0.08	0.04	0.13	0.79	1.4	0.04	0.2	-0.1	-0.35	0.2	-0.33	-0.63	-0.22
مصفاة البترول	-0.07	0.17	0.1	0.06	-0.04	0.12	-0.06	0.11	0.03	0.09	0.001	0.17	-0.01	-0.69	0.47	0.05	-0.07	0.5	-0.05	0.02	-0.18	0.16	0.007
متوسط العائد	-0.12	0.44	0.503	0.154	-0.13	-0.11	-0.12	-0.12	-0.16	0.222	-0	0.193	0.243	0.438	0.394	0.1	-0.1	0.2	-0.17	0.042	-0.08	-0.13	0.145